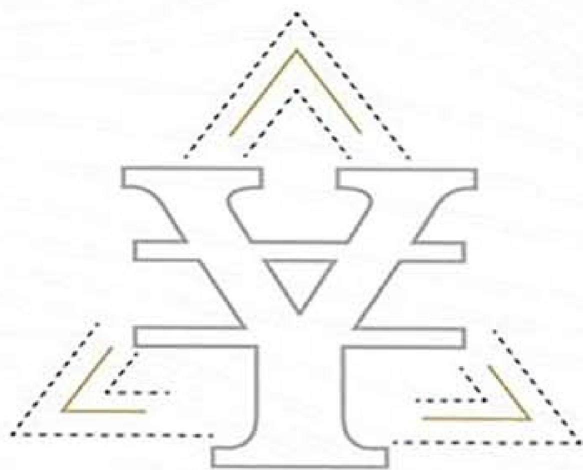
穿越危机

世界剧变的中国选择

王永利◎著



世界走过头了，金融危机还未远去
中国的货币政策、宏观经济政策等应该如何应对与选择
金融改革需要大思维、大举措、大突破

姚余栋 | 杨 涛 | 管清友
重磅推荐

中信出版集团

版权信息

书名:穿越危机：世界剧变的中国选择

作者:王永利

ISBN:9787508684079

中信出版集团制作发行

序

在应对全球金融危机的10年，中国乃至世界都发生了巨大的变化。经济学家、中央银行家和各国政治家普遍都曾经历理论与实践的挑战。至今，人们对这次危机的本质、演变和前景并未达成共识。在应对危机的过程中，人们发现，新出现的问题比解决的问题还要多。怎么看？怎么办？这是历经10年仍然悬而未决的一个问题。此书是王永利博士对上述问题的思考。他曾经从事金融理论教学研究工作多年，并长期在大型金融机构从事业务管理工作。此书是知行合一的产物，也是读万卷书，行万里路的生动写照。我读过其中很多内容，常感“心有戚戚焉”，拍案称道！我们也曾多次当面探讨，惺惺相惜。此书还汇集了作者对互联网金融新业态、新特征和监管思路的前瞻性思考，很多思路我们也曾当面探讨过，之后的发展实践和监管实践（如近期监管当局对代币首次发行的监管措施）表明，这些思考和建议十分务实和富有远见卓识。而互联网金融又恰恰是后危机时代诸多新现象、新特征中无法忽视、不可回避的一个庞大的体系，是当今世界应对危机的理论贫困之后又一个实践挑战。言不可能完全及义，词不可能完全达意，一言以蔽之，此书是一位具有深厚的理论功底和丰富的实践经验的金融工作者长期思考与实践的结晶，值得认真学习和探讨，我郑重推荐给读者。

民生金融智库首席经济学家 管清友

2017年9月

前言

历史其实在不断重演。

危机没有走远，面对失灵的年代、剧变的世界、棘手的麻烦，中国如何变？怎样选择？

从发现危机的本质、找到世界剧变的动因、理解世界的新常态，到认清货币运行的逻辑、寻找两大政策工具应对之策，再到回归本源，寻找金融新方位，走一条必经的改革之路——这既是危机阴霾之下艰难的选择，也是必走的道路，现在已经到了必须改变的时刻。

而探析经济金融热点问题，厘清真相，也许能帮助我们穿越危机的迷雾，甄别方向……

我试图用这样一种逻辑线索将危机及肇因、全球裂变、中国经济，包括财政与货币政策、人民币汇率、互联网金融及数字货币等串联起来，组成一张关于中国经济与金融的拼图。在这张拼图上，不同的人从不同的维度可能会看到不同的挑战与机遇，甚至悖论。但相信会有一定的共鸣，因为预见从来只需一种证明——事实。正如书中有些预测性的判断在事后得以印证一样，这种前瞻性预判与我的经历须臾不可离。

回首2008年全球性金融危机爆发，其引发世界经济大幅衰退，标志着世界经济金融以及政治格局深刻变化已经由量变迈向质变阶段。

尽管金融危机爆发后世界主要经济体采取了力度空前的联合救市行动，有效地抑制了危机的迅速恶化和巨大冲击，使21世纪百年一遇

的全球金融危机并未形成20世纪金融危机引发的那种大萧条。但时过九年，在宏观政策工具潜力挖掘殆尽的情况下，全球经济仍处于“整体低迷、此起彼伏”的状态，难以自拔。产能过剩（需求不足）进一步增强、资源环境的承受力更加脆弱、货币总量和社会负债大规模扩张、社会贫富差距快速拉大、各种社会矛盾和地缘冲突明显加强，越来越多的人深切感受到，经济金融危机的隐患并未消除，反而可能聚集更大的危机隐患，引发更加可怕的经济金融乃至社会危机。这又促使人们重新反思前期对金融危机根源的认识和对世界局势变化的认知，进一步反思应对危机的策略以及运用宏观政策的合理性，这就带出了很多亟待研究解决的热点问题。

我自研究生毕业并留在中国人民大学任教近两年后，于1989年5月进入中国银行总行，长期负责财会制度的制定和实施、总体的资产负债规划和管理，涵盖宏观研究与战略规划、流动性管理、利率定价和风险管理等。直接参与了1993年中国财会制度改革和1994年中国外汇体制改革在中国银行的方案制定和实施工作。2003年11月，我加入了总行领导班子，担任总行党委委员、行长助理，参与了中国银行股改上市的有关工作。2006年8月，我任中国银行副行长。2007年之后，我直接负责中国银行应对美国次贷危机和全球金融危机的领导工作，在雷曼公司倒闭并引发金融危机之前，集中处理了80亿美元的次贷证券产品，隐性减少数十亿美元的损失，成为这个阶段全球金融机构唯一的案例。从2009年开始，我负责中国银行IT蓝图的实施工程，彻底解决了中国银行核心系统不统一、技术支持明显落后于同业的老大难问题，并在此基础上推动“中国银行全球统一支付平台”建设和其他应用系统的提升，为中国银行的发展奠定了重要的科技基础。与此同时，高度重视互联网技术的影响，积极探索互联网金融的发展。2015年8月，我加盟到一家大型互联网公司并担任金融板块CEO（首席执行官），直接开展互联网与泛金融相结合的规划和探索，发起成立“共享金融100人论坛”并担任理事长，成为全球区块链商务理事会（GBBC）首届理事。

独特的工作经历，扎实的理论功底，加之持续的思考和研究，使我对商业银行的经营管理、货币体系和货币政策、外汇与汇率管理、人民币国际化、国际货币与金融体系、政府债务与财政政策、互联网技术发展及其在经济金融领域的应用等方面，有很多认识和见解，形成了丰富的实践经验和理论成果。具体包括如下几方面。

不断加深对全球金融危机根源的研究，特别是放在全球化和上百年历史的大背景下进行深入分析。我从2010年开始就明确指出，自20世纪从全球金融资源最集中的美国爆发金融危机，并引发全球性金融危机、经济大萧条之后，进入21世纪，再次从全球金融资源最集中的美国爆发金融危机，并引发全球性金融危机和经济大衰退，其原因是非常深刻的，依靠传统的政策思维和应对方法，很难消除危机隐患。在此基础上，形成了题为“世界走过头了，危机远未过去”的文章，将相关的看法进行了系统论述。实践证明，这极具预见性。

我在上述研究的基础上又明确指出，世界格局正在发生由量变到质变的剧烈变革。这突出表现在以下几方面。

世界政治经济格局深刻变化

20世纪第二次世界大战之后形成的东西方两大阵营尖锐对抗、苏联与美国两极相对平衡的格局，随着少数中间派国家面向西方开放，推动全球化进程加快，东西方阵营的发展态势和国际影响格局发生了变化。随后中国等国家实施改革开放，世界格局进一步变化，最后苏联解体、东欧剧变，东方阵营瓦解，美国一极独大，全球化进入高潮。

全球化高速发展，在推动世界经济加快发展的同时，大规模资本和产能的转移又不可避免地产生过剩和危机，危机爆发又迫使相关的国家扩大投资和货币投放，进一步聚集危机隐患。全球化的发展，还将更多的国家和地区融合到一起，形成风险关联体和命运共同体。

东南亚爆发金融危机之后，先前吸纳和聚集的大量国际资本急于寻找新的目的地，但当时中国金融尚未开放，难以进入。俄罗斯随即爆发债务危机，拉美金融再次剧烈动荡。日本和欧洲经济低迷，非洲地区潜力有限，难以吸纳太多的国际资本。在这种情况下，国际资本大量涌入北美。其中，除一小部分流入加拿大，绝大部分流入美国。而流入美国的资本，除一小部分流入房地产，推动美国住房价格开始步入小幅上升通道外，绝大部分投入原本已经过热的网络产业，令网络泡沫更为膨胀。尽管美国货币当局大幅度提高基准利率（联邦基准利率在2000年推高到6.5%），但还是难以控制局势，最后2000年10月纳斯达克崩盘、网络泡沫破灭。

这给美国经济带来了巨大的冲击，迫使美国政府采取一系列政策措施刺激房地产发展，美联储也开始大幅度降低基准利率，推动房地产价格加快上升，进而推动房地产贷款标准不断降低，次级房贷大规模增长，房贷资产证券快速发展，这在很大程度上缓解了网络泡沫破灭带来的冲击。但祸不单行，2001年，美国又遭受令人震惊的“9·11”恐怖袭击，美国的反恐局势和投资环境骤然恶化，大量国际资本开始外流。此时，全球产能过剩和流动性过剩（货币总量和社会负债过大）问题已然显现，如果没有新的增长点和动力，全球经济将陷入低迷乃至衰退。

在这种情况下，中国成为全球经济重要的亮点。1997年东南亚金融危机和1998年中国南方严重洪灾，一度使中国经济形势非常严峻，但这也推动中国掀起了一轮深刻的变革，包括全面深化金融体制改革，诸如成立中共中央金融工作委员会，将国有金融机构的人事组织关系从地方政府独立出来，实行垂直管理；发行专项国债，补充四大国有商业银行资本金；成立四大资产管理公司，对口剥离四大国有银行不良资产；剥离商业银行附属公司，推动商业银行专业化经营；推动商业银行资产负债比例管理，弱化贷款规模管理，等等。到2001年已经呈现出良好的发展态势，加之中国巨大的市场和发展潜力，吸引

了全世界的广泛关注。此时，在美国遭遇恐怖袭击、全球经济急需新的增长点和拉动力的情况下，世界贸易组织（WTO）终于在2001年12月正式接受中国加入。

中国加入WTO之后，进一步扩大改革开放，吸引大量国际资本和产能流入，推动中国经济快速发展，成为新的“世界工厂”，也带动世界经济增长和大宗商品价格上升，催生了以“金砖五国”为代表的新兴经济体快速发展，大大削弱了以美国为首的七国集团（G7）的国际影响力。

大量资本外流，加之大宗商品价格上升，迫使美国自2004年6月开始，不断提高基准利率，最终使美国住房价格在2006年底摸顶回落，大量次级贷款难以收回，进而到2007年引发次贷证券危机（次贷危机）。这种局势的发展，最终引发2008年美国全面的金融危机并向全球蔓延。

全球金融危机爆发后，20国集团（G20）联合采取力度空前的救市运动，中国更是迅速调整宏观政策，采取了举世瞩目的经济刺激计划，在主要经济体中率先止跌回升，迅速跃升为世界第二大经济体，国际外汇储备快速增长，国际影响力迅猛提升。可以说，全球金融危机的爆发和中国的强势崛起，成为世界格局深刻变化的重要转折点。这种局面非常类似进入20世纪后，美国的强势崛起推动世界格局深刻变化的状态。

中国经济发展正由高速增长转向中高速增长，经济增长新常态正在形成

中国经济自2001年加入WTO之后持续保持10%以上的高速增长（金融危机期间略有调整），为世界经济增长做出了巨大贡献。但传统的发展模式也使资源消耗过大，环境破坏严重，社会债务急剧扩张，生活成本快速提高，人口增长乏力，特别是有效劳动人口自2011年已经

开始萎缩，产能过剩问题日益严峻。从2012年开始，经济增长速度下滑，经济维稳压力不断增强。可以说，进入21世纪头十年的高速发展只能是特殊时期的特殊结果，不可能成为可持续的发展常态。尽管在五年前中央政府就指出中国经济将转入新常态，但什么是新常态，如何转入新常态，目前仍处于探索过程中。2017年国家围绕供给侧改革，在货币供应、金融监管、房地产政策等方面做出一系列重大政策调整，标志着发展模式的重大转变，经济增长新常态正在形成。

全球经济将长期面临产能过剩、有效需求不足的挑战

中国加入WTO之后，带动世界经济再次加快发展，但也使全球性产能过剩问题更加突出。全球金融危机爆发后，大规模的投资和货币投放，使问题更加严峻。实际上，这是人类长期致力于提高生产力和劳动效率，不断扩大对外延伸乃至全球化发展的必然结果。其中包含全球化、货币脱金、记账清算、人口增长、技术进步等多种因素的影响。综合各种影响因素，可以得出结论：中国加入WTO带动的最新一轮全球化发展，已经使世界经济走过头了，传统经济理论和宏观政策难以解决问题，全球经济将长期面临产能过剩、有效需求不足的挑战。这迫切需要理论创新、模式创新。

全球金融危机爆发后，全球化发展受到挑战，原来积极倡导、大力推动全球化发展的重要国家，转而加强投资和贸易保护，撇开既有的国际组织创新建立区域组织和新的规则，逆全球化发展态势明显。但交换和交流、广泛的投资和贸易、全球化发展和共享文明成果，是人类社会发展的必然方向，也是世界经济共同发展的必由之路。因此，中国率先提出并大力推动的“一带一路”倡议，旨在构建新型全球化发展模式和路径，可谓立意深远、意义重大。

互联网时代正在形成，将给人类社会带来深刻冲击

随着宽带传输、移动通信、影像和生物识别等信息技术的发展，互联网的覆盖面和渗透率不断加强，云计算、大数据、区块链、人工智能等广泛应用，互联网已经成为人类社会运行不可或缺的重要基础设施，万事万物互联、随时随地互联的状态正在加快形成，这正在对人类社会的组织形态、思维和行为模式等产生极其深刻的冲击和影响。

随着互联网“互联互通、跨界融合”的不断增强，原有的社会分工或运行环节将重新组合，产业链垂直整合、横向开放不断加强，经济运行的流程化、自助化、无纸化（数字化）、智能化等日益显现。长期以来形成和运行的以所有权为核心，拥有所有权才能行使使用权的模式，可能加快向以使用权为核心转化，更多地通过分时租赁实现资源共享，大大提高资源的利用效率，推动共享经济发展。其中也会对金融产生巨大冲击，推动金融发展轨迹产生重大转变：由长期以来不断脱离实体经济，成为相对于实体经济专业化、独立化运行的“虚拟经济”体系，转而越来越将金融功能融入实体经济一体化运行，金融的信息交互和综合交易平台将加强，传统的机构网点和人工操作将削弱。网络化发展还将推动法律和监管体系的变革。

上述几个方面的变化，正在推动世界格局发生剧变。中国是其中最重要的推动因素。中国正处在非常关键的转型调整期，深层次矛盾不断暴露，面临非常激烈的挑战。但中国仍处在难得的战略机遇期，具备很多重要的比较优势，所以，我始终坚信“世界格局剧变，中国风景独好”。

清算方式（记账清算）对货币、资金跨境流动、外汇管理和人民币国际化的影响非常深刻。

交易活动的资金清算，由传统的现金清算转向通过中介组织的记账（转账）清算，是货币金融发展史上非常深刻的变革，但却并没有引起人们甚至是专家学者的足够重视和准确把握，结果造成在与货币金融相关的问题上经常出现严重的基础性错误。我对此深感忧虑，用很多篇幅论述“清算与货币”“记账清算与货币金融”“全球化、货币脱金、记账清算与金融危机”等，希望能引起人们对清算方式的足够重视和准确认知。

早在2012年，我在国家还在想方设法抑制热钱流入、控制货币过快增长的时候，就一再提醒要提前做好应对人民币升值预期扭转、社会集中购汇和外汇大规模流出的准备，不断强调“外汇储备事关重大，大扩大收都要积极应对”。

我对互联网与金融的结合，互联网金融的定位，以及当前火热的区块链、虚拟货币、ICO（Initial Coin Offering，代币首次发行）等方面有一些看法。需要特别指出的是，迄今为止，货币都是有价值做支撑的，即使在去金属本位制之后，央行基础货币投放的基本方式仍是购买货币储备物，包括黄金、外汇等，依然是有价值做支撑的。在此基础上才有货币的信用投放，包括发放贷款、购买债券等。信用投放增强了货币投放和总量调控的灵活性，使货币政策成为与财政政策并列的两大宏观调控政策工具之一。但信用投放也产生了货币滥发或失控的可能性，因此必须建立健全货币管理体制，包括区分中央银行和商业银行等，严格控制央行的信用投放，并对商业银行信用投放实施严格的监管和财务约束。因此，总体来看，当今的货币是法定货币，有信用投放的因素，但绝不是像很多人认为的那样，是纯信用货币，可以由央行随意印制和投放。相对而言，没有真实价值做支撑的比特币等，只能是虚拟货币，只能在一定范围内使用，不可能颠覆或取代法定货币。各种“网络虚拟币”，应该定位于“网络商圈币”，并应加强相应的监管（现在定位于“虚拟商品”而缺乏足够的金融监

管是不合适的）；“网络虚拟币”只能是依附于法定货币的衍生产品，很难脱离法定货币，也很难颠覆或取代法定货币体系。

本书中一些文章是基于当时的热点发表的，时间跨度比较大，因此，难免有重复和体系性不足的感觉。而且，为了保持文章的时效感，此次编辑基本上保持其发出时的原汁原味，在文字上基本没有修改，其中也难免存在差错或不足，敬请读者谅解和批评指正。

此书的编撰和出版得到了中信出版社副总编辑乔卫兵、策划编辑寇艺明，《经济观察报》编委欧阳晓红，我的学生陈静等的大力支持，在此表示诚挚的感谢！

王永利

2017年11月

第一部分
世界正在剧变

世界经济走过头了，危机远未过去；传统经济理论和宏观政策难以解决问题，刺激性货币政策几乎无能为力；全球经济将长期面临产能过剩、有效需求不足的挑战；而处于调整转轨关键时期的中国，尽管经济下行压力大，但国际比较优势仍在增强。

第一章
危机还没走远

金融危机的三大隐性“导火索”㊟

危机也许迫在眉睫，我们却可能视而不见。不知不觉中，世界好像步入了一个自觉与不自觉的推动过程：因为重大改革推动人类社会发展的同时，亦产生了些许负面影响，其中有三个因素尤其值得关注，即全球化、货币脱金和记账清算。

自1929—1933年美国“大萧条”爆发并形成全球性金融和经济危机之后，2007年美国次贷危机和2008年金融危机再次引发全球性金融危机与经济衰退。尽管主要经济体迅速采取力度空前的联合救市运动，大大遏制了局势的恶化和危害的释放，但危机隐患并未消除，系统性、全球性金融风险仍在聚集，弄不好，完全有可能酿成更大、更严重的金融乃至经济危机。对此，需要清醒认知和高度警惕。

其中，中国在加入WTO之后，吸引大量国际资本和产能流入，快速成长为新的世界工厂，并推动外汇储备、货币总量、资产价格等快速扩张。但受全球有效需求不足的束缚，自2011年开始，经济增长下行压力不断加大，社会资金“脱实向虚”增强，深层次矛盾加快暴露，经济社会进入一个非常关键的调整转型期。人民币由升转贬，外汇储备快速收缩，金融风险明显增强，必须高度警惕和有效防范爆发系统性金融风险乃至金融危机。

回顾20世纪以来的发展历程，大大小小的金融危机、经济危机此起彼伏，不断出现，大有愈演愈烈的态势，是因为其中有深刻的缘由或逻辑。一些推动人类社会发展进步的重大变革，同时也带来了潜在的负面影响，但人们更多的只是看到好的一面和追求利益，却忽视和

没能防范可能存在的风险隐患，甚至明知故犯，极度运用经济刺激政策而积累更大的风险隐患。其中，全球化、货币脱金、记账清算就是必须高度关注的三个领域。

全球化

工业革命使先行国家生产力迅猛发展，进而对原材料供应和产成品销售提出更大的需求、带来了新的挑战，进一步推动对外拓展和经济金融区域化、全球化的发展。这既是生产力发展的必然结果，对推动世界经济发展和文化交流产生重大积极作用，成为人类社会发展不可逆转的大趋势、大潮流，但也不可避免地对原有经济金融和政治格局产生重大冲击而激化一国社会乃至国际矛盾。大规模的资本和产能流入与流出，很容易引发所在国家或地区严重的金融危机和经济危机，甚至引发激烈的双边战争乃至世界大战。

其中，在欧洲列强爆发第一次世界大战之际，美国作为一个新兴的独立大国，其在人类历史上首创的没有国王或皇帝的“民主法治”的国家治理体系，以及远离战争世外桃源般优越的地理位置，吸引大量国际资本、产能和人才流入，推动其经济、金融和社会高速发展。在欧洲列强疲于应付战争之际，美国不仅快速占领了原本属于欧洲的很多殖民地国家的出口和投资市场，而且开始直接向欧洲大量出口，并大量投资于海外能源与矿产等领域，国际影响力迅速增强，以货币标识的资产价格快速攀升，社会财富急剧膨胀。

第一次世界大战期间，尽管对人口造成重大伤害，但战火对产能的破坏并不是非常严重。战后欧洲列强快速恢复生产，结果很快造成全球范围内大宗商品价格急剧上升和产能的严重过剩。这就使之前高度聚集产能和资本的美国遭受最大冲击，很快引发美国严重的金融危机和经济萧条，进而形成席卷全球的1929—1933年大危机、大萧条。

可以说，这次大萧条的爆发，全球化迅猛发展、资本和产能的大规模转移是重要的根源。

一般而言，在发现和开发一个大市场，引发国际资本和产能大规模流入时，由于资本趋利的本性和信息不对称的客观存在，非常容易导致流动性和产能的严重过剩，而一旦风险暴露或者发现更好的市场，国际资本又会更快、更集中地撤出危险国家或区域，这就很容易给这个国家或区域造成金融危机乃至经济危机。资本和产能流入、流出的规模越大，速度越猛，可能造成的危机和危害就越严重。

在大萧条爆发前期，受制于新兴资产阶级自由市场经济理论和信仰的束缚，美国政府很难对危机进行有效应对，而完全交由市场自主调节，则难免在经济向好时好过头，经济变坏时坏过头。因此，大萧条前期形势快速恶化，似乎难以遏制。

但罗斯福新政打破了这种束缚，开始动用财政和货币等手段应对危机。凯恩斯更是将这种政府干预上升到理论，形成此后世界各国面临经济衰退或危机时竞相效仿的凯恩斯主义宏观政策。

当然，尽管主要经济体纷纷推行刺激性宏观政策，使严重的经济大萧条得以明显缓解，但并没有彻底消除流动性和产能过剩的隐患。结果是，大萧条再次激化了欧洲列强的矛盾，再次引发范围更广、时间更长、更加残酷的第二次世界大战。第二次世界大战的爆发，不仅极大地消除了流动性和产能的过剩，而且再次使美国成为资本、产能和人才的聚集地，全球黄金有超过三分之二流归美国所有，推动美国彻底超越英国，成为世界头号强国。

其中的一个问题是，政府如何筹集资金扩大投资刺激经济？其选择就是扩大政府债务。但即使政府扩大发债，也需要社会上有足够的货币或资金购买。在货币坚持金本位制的情况下，除非有足够的黄金流入，货币当局能够扩大货币投放，否则就需要放弃金本位制，依靠

信用创造扩大货币投放，包括央行或商业银行发放贷款或购买债券等。这就引出了货币脱金问题。

货币脱金

在货币以金、银、铜等贵金属作为本位制的情况下，纸币仅仅是金属货币的替代品或表征物，货币的投放会受到本位金属保有量和加工能力的严格束缚。在面临重大灾害或战争冲击时，很多国家往往不得不推动货币贬值乃至最后彻底放弃金本位制（货币脱金）。

到第二次世界大战期间，除美国之外，其他主要经济体纷纷放弃金本位制。其中，英镑作为以往的国际中心货币，在放弃金本位制之后，使得国际货币体系缺少“锚定物”，造成国际货币体系混乱，严重影响了世界贸易和投资的进行。因此，在第二次世界大战尚未结束的1944年，主要经济体国家代表会聚美国布雷顿，签署了著名的“布雷顿森林体系”协议，选定继续坚持金本位制的美元作为新的国际中心货币，在很大程度上恢复了国际货币体系，有力地促进了国际贸易和投资的发展。而美元作为国际中心货币，其金本位制在很大程度上支持了国际货币体系的金本位属性。

但是，在第二次世界大战之后，在西方国家恢复战后重建和经济发展时，美国为了结盟而大规模提供海外援助，并连续发动了朝鲜战争和越南战争，投入巨大但基本以失败告终，使美国的黄金储备大幅下降，引发欧洲一些国家对美元信心的担忧，并开始用美元兑换和收回黄金。这使美国的黄金储备进一步受到挤压，迫使美国尼克松政府于1971年单方面宣布放弃金本位制，也使国际货币体系彻底废弃了金本位制。

在放弃金本位制后，世界各国货币投放都是交由货币当局人为控制，把维持一定程度的通货膨胀目标作为货币政策中介目标。但正如前面所述，当遇到重大灾害和危机时，政府很容易选择扩大货币投

放，甚至是过度投放，而在危机过后，却没有人愿意通过紧缩方式收回前期过度投放的货币，结果使货币总量过度投放的规模越来越大，由此，也给通货膨胀乃至金融危机提供了重要条件。

在失去金本位制的束缚，货币政策中介目标又难以形成硬性约束的情况下，至今全球范围内都没有形成清晰的货币总量控制目标，不能不说是当今货币体系的一大缺陷。

那么，到底能不能确定货币总量清晰的控制标准呢？

金融的产生和发展，非常重要的作用就是有效利用社会沉淀的资金，按照约定的条件，通过跨时间或空间的配置，投到社会需要的地方去，创造出更大的价值。这就产生了包括银行存款、贷款在内的多种投融资方式和渠道。金融最理想的目标就是把社会沉淀资金全部利用起来，投放到生产经营活动中。

金融发挥有效利用社会沉淀资金的作用，如果都是直接融资方式，就不会影响货币总量。但是，完全的直接融资，对于广大个人或小微存款户而言，成功率很低，需要借助银行等中介组织进行投融资。然而，由于在社会投融资渠道中，间接融资本身会创造新的货币，例如，银行用吸收的存款发放贷款，又会转化成为本行或其他银行的存款。如果银行再将这些派生存款放贷出去，就会产生贷款派生存款的乘数效应。如果没有合理的控制，就有可能创造无限的货币，使货币总量失去控制。

这里关键的问题就是，银行贷款派生的存款还能不能再发放贷款？人们习惯性地认为，凡是存款都属于闲置的资金，最好都能再利用起来，投放出去，以便更好地支持经济社会发展。因此，用银行贷款派生的存款再发放贷款似乎也是天经地义、理所当然的。但这实际上忽视了间接融资与直接融资的不同，以及间接融资可以创造货币，使货币虚增乃至造成信用泛滥、货币总量失控的问题。

不仅商业银行贷款可以派生存款，央行作为直接的货币投放主体，如果在购买货币储备物投放基础货币之外，在不吸收存款的情况下，以直接向社会提供贷款或购买债券等方式投放货币，就会使问题更加严重。

考虑到间接融资可以创造货币的特性，为了避免货币虚增，同时又要充分发挥金融的功能，有必要将贷款以及其他类似贷款的信用货币投放总量控制在社会货币总量的50%。这也就应该是货币总量控制的一般标准。当然，在刺激经济增长、抑制通货紧缩时，这个比例可以适当提高。在抑制通货膨胀、控制经济增长时，这个比例可以适当降低。但长期应维持在50%的水平。

从这个标准来看，目前货币总量超发的状况实际上已经在世界范围内广泛存在并且相当严重，这也是引发全球性金融危机的根源之一。其中，中国2016年末人民币货币总量为155.01万亿元，人民币贷款余额为106.6万亿元，仅贷款占货币总量的比重就达到68.76%。

记账清算

在全球化和货币脱金基础上，还有一个重要因素容易引发货币超发、流动性泛滥，这就是记账清算体系。

随着信息科技的发展，货币数字化和电子化的趋势日益显现，经济交往中的资金结算已经越来越少地使用现钞进行了，而是更多地通过银行等支付清算机构进行记账清算（以增减债权、债务的方式）。这样不仅可以大大降低现钞印制、运输、收兑、检验、保管和最后销毁全过程的高成本，而且有利于加强货币收付的全流程监控，强化反洗钱、反偷税漏税、反恐等方面的作用。这也使世界各国流通中现钞在整个货币总量中的比重不断降低，现在主要经济体基本上都控制在4%以下，有的国家甚至已经提出数年内取消现钞印制和流通的目标，完全实现货币的数字化、电子化与清算的记账化、信息化。

记账清算不仅在一个国家之内能够更加有效地把社会资金更多地聚集到银行，形成银行存款，进而支持银行贷款，有力地推动间接融资的发展，并派生出更多资金，而且在跨境往来中还会自动形成跨国的债权债务，形成“央行外汇储备倍增流动性的机制”。而这一点，至今尚未引起全世界的足够认知和重视。

比如，美国的一家公司A向中国的一家公司C投资（或进口货物）1000万美元，A并不会向C支付现金，而是通过其开户银行进行转账：A通知其开户银行BOA（美国银行）将款项从其存款中转到C的开户银行BOC（中国银行）。则BOA据以扣减A的存款1000万美元，增加到BOC在本行的存款户上，同时向A和BOC发出转账通知。A据以登记账簿，减少在BOA的存款，增加长期投资（或进口商品）各1000万美元。BOC则据以登记账簿，增加在BOA的存款，增加C在本行的存款各1000万美元，并同时向C发出入账通知。C据以登记账簿，增加在BOC的存款，增加实收资本（或销售收入）各1000万美元。这样，整个资金清算宣告结束。在今天信息技术发达的情况下，清算速度非常快，成本非常低，而且全程有记录，便于监管核查。

相比现钞清算，记账清算则派生出全新的结果：由于公司A和C的经济往来，引发了两家开户银行的资金往来；资金的清算并未引起货币真正的流出、流入，而是以债权、债务的调整进行清算；BOA的资金（资产负债）并没有减少，只是将内债变成外债了；BOC则因此增加了海外资产（债权）和对内负债。

由此可以进一步看出，由于投资或贸易引发“美元流出（美国）”，但在记账清算模式下，美元本身（头寸）根本没有流出，其流出的实际上是美元的所有权，其结果是，美元“流出”，将自动增加美国的外债，增加“流入”国对美国的债权（或资产）。外国持有美元越多，则美国的外债就会越多。即使一个国家将其持有的美元（所有权）转让（支付）给其他国家，也不会对美国的外债规模产生

影响（只是美国的境外债权人会发生变化）。只有将美元投资到美国或从美国进口付汇，才会减少美国的外债，即外汇储备“只能用出去，不能拿回来”。因此，尽管美国企业由于对外投资或扩大进口会减少存款，相应减少美国的货币总量，但美国金融机构的流动性不会受到影响，而且美国企业或政府还可以通过贷款或发债等融得资金，增加存款（货币总量），对货币总量的影响也会大大减轻。而持有美元的国家，如果企业或个人将美元卖给银行（结汇）收回本币，就会增加本币存款，相应扩大货币总量。存款增加，又会支持银行扩大贷款，派生出更多货币。如果是央行购买外汇形成储备，这种效果就更加明显。这样，从全球整体看，就会产生“央行外汇储备倍增流动性”的机制。

从中国的情况看，改革开放以来，特别是中国加入WTO以来，大量国际资本和产能涌入，造成央行（国家）外汇储备和外汇占款快速扩张，央行外汇占款从1999年末不足1.5万亿元，一路上升到2014年5月高峰期时超过27万亿元。央行外币占款的增长属于基础货币投放，考虑到货币乘数的客观存在，如果不加以控制，势必造成货币总量数倍的增长，造成货币严重超发乃至失控。因此，央行在外币占款不断增长的情况下，也相应加大对存款性金融机构法定存款准备金的要求，通过大规模冻结商业银行流动性，抑制其发放贷款派生货币的能力，间接控制货币总量的扩张，取得了较好的效果。

由于对记账清算的不了解，很多人，甚至一些著名的专家学者一直对我国一方面用很高的成本招商引资，另一方面又将外汇用于海外持有大量低收入的资产（如美国国债、银行存款等）耿耿于怀、严厉指责。比如，经常可以听到一些说法：中国以23% ~ 30%的收益率招商引资，却又把外汇投到海外，收益率仅为2.3% ~ 3%；美国在海外的净资产为负的2万多亿美元，却可能获得每年数百亿美元的净收益，中国拥有近2万亿美元海外净资产，每年却产生数百亿美元的净支出（负收

益）；这是典型的国际金融霸权主义，是落后国家在反哺发达国家，是国际金融体系严重的失衡，等等。

这其实是不公允的，存在严重的误解和误导。

首先，招商引资或海外融资与外汇储备用到海外是不同的主体、不同的活动，不能将海外资产和负债及其收入及支出简单抵减与相互比较：招商引资或海外融资，需要其行为主体与其资金运用的回报进行比较。如果资金运用的收益明显高于资金成本（包括其外汇资金存放海外的低收入形成的机会成本），则完全应该积极推动招商引资和海外融资（实际上，我国自改革开放以来，招商引资发挥了极其重大的作用，其成果是不容抹杀的）。当然，如果资金运用的收益已经难以达到预期效果，则必须严格控制招商引资和海外融资。而一旦招商引资或海外融资的主体将外汇出让给银行（包括最后到央行手中，形成国家外汇储备），银行就不会承担招商引资或海外融资的成本，而且在记账清算体系下，这些外汇的“头寸”已经在海外，其收益只能看海外市场的水平，不应该与招商引资或海外融资的成本进行比较。

上述道理在人民币国际化上同样成立。人民币国际化同样应该是记账清算模式下的“走出去”，而不是现钞清算模式下的“走出去”，应该严格控制人民币现钞流出，而不是鼓励人民币现钞流出。在记账清算模式下，人民币流出得越多，我国的外债就会越大（在国家外债和海外资产统计中，必然要增加人民币的统计）。全球人民币账户（头寸）最集中的地方仍应是中国，而不是离岸中心。中国（如上海）应该成为全球人民币交易和清算最大的中心。人民币国际化也将成为上海打造成为在伦敦、纽约之外新的一极国际金融中心（代表亚太地区）最为重要的基础条件。

在记账清算体系下，全球资本大规模的转移和流动更加便利，央行外汇储备还会倍增流动性，也更容易催生全球流动性泛滥和引发严重的金融危机。

全球系统性金融风险依然需要高度警惕

2008年底全球金融危机爆发，至今已经过去八年多了，特别是自2014年底开始，美联储停止实施量化宽松的货币政策（QE）并逐步收缩资产负债表规模，有不少人认为，这次金融危机已经过去，原来以为这是一次“百年一遇的金融大危机”，现在看来明显高估了，实际上并没有那么严重。但且慢，这种看法可能过于乐观了。

实际上，这次全球金融危机之所以没有像1929—1933年“大萧条”那么猛烈、那么残酷，是因为这次危机一爆发，主要经济体就采取了力度空前的联合救市运动，大规模的货币投放和政府投资大大抑制了危机的恶化和冲击。但是必须看到，继续沿用扩大货币投放的方式救市，在延缓危机冲击的同时，并没有推出重大改革，没有消除危机隐患，反而使全球性产能和流动性过剩问题更加严峻，聚集了更大的危机隐患。时至今日，全球经济仍然处在“整体低迷、此起彼伏”的状态，同时，全球负债规模和水平、货币总量与GDP（国内生产总值）的比值、低通胀和低利率、资产价格、贫富差距等都在不断创下新的历史纪录。但全球的资源供应、生态环境、人口增长等却已面临瓶颈和挑战，社会矛盾、暴力冲突、地区战争等明显增强，稍不小心，就有可能引爆更加严峻的金融危机乃至经济危机。

从中国的情况看，21世纪加入WTO之后，中国进一步深化改革开放，成为世界经济新增量中的主力贡献者，特别是在全球金融危机爆发之后，大规模的经济刺激，为全世界经济稳定和应对危机冲击做了巨大贡献，但也为此积累了更多的问题。从2012年开始，中国已经进入非常关键的转型调整期，很多深层次问题开始暴露。其中特别值得关注以下三类风险。

1.债务风险

目前，中国企业的负债率接近170%，成为世界最高。政府和居民的负债率尽管不是世界最高，但增长速度也堪称世界之最，而且政府负债的真实性还存在疑问。2000年以来，居民银行贷款增长速度越来越高于存款的增长速度。2016年贷款新增规模更是超过存款新增规模，可谓世界罕见。金融机构杠杆率迅速拉高，同业往来急速扩大，资金在金融体系“空转”和风险关联度状况突出。中国货币总量增长速度以及货币总量与GDP之比在主要经济体中名列前茅，2016年末货币总量超过155万亿元，已达到1999年末的13倍以上，但仍存在严重的小微企业融资难、融资贵的问题，社会融资成本整体上明显偏高，对经济发展形成制约（其中，政府干预资金配置过多，政策性低利率贷款规模大。政府和国有企业财务软约束，存在“资金饥渴症”。有的大企业一方面以低成本大量融资，另一方面又以高利率对外拆借，这就必然造成小微企业等融资难、融资贵。中国央行一方面对商业银行征收十几万亿元的法定存款准备金，年利率只有1.62%，另一方面又向金融机构融资8万多亿元，年利率一般都高于4%。这个巨额利差增加了商业银行的成本，商业银行又会尽可能向外转移，进一步提高了社会融资成本）。

2.房地产风险

在社会负债、货币总量快速扩大，资源和人力成本不断提高，生态和环境保护要求趋于严格，全球化程度不断提升的情况下，普通加工业普遍面临越来越大的生存压力，越来越多的社会资本和人才流入金融或准金融领域，实体经济发展的基础面临挑战。由于政府对土地财政的高度依赖，而且至今没有房产税和遗产税等调控机制，中国房地产自2000年以来总体上保持明显的上升态势，成为在货币贬值情况下最好的保值增值投资目标，吸引越来越多的社会资金投入房地产，又推动房地产价格和需求的循环上升，住房价格与居民收入之比世界最高。1999年以来，中国人均住房面积快速提升，城镇居民财富中房产所占比重已经接近70%，成为世界之最。在住房紧张的情况下，又存

在大量住房闲置，造成社会资源配置的严重不合理，并且占用了大量城镇周边优良的农用土地，继续依靠扩大土地供应满足房地产发展的需求，又会增加耕地红线和粮食安全的压力。近年来，银行贷款投放到房地产开发和住房按揭领域的比重快速提升，2016年在新增贷款中的比重已经接近50%，在贷款余额中的比重也超过30%。房地产的高度发展已经对经济金融乃至人文社会发展产生极其深刻的影响，存在极大的风险隐患。

3.人民币大规模换汇与资金大规模外流风险

中国加入WTO之后，吸引了大量国际资本流入中国，其长期的经营也积累了更多的财富。同时，中国也在不断深化对外开放，社会资金流入、流出的渠道增加，效率提高。这都使社会资金大规模流入和流出更加方便。但是，正如前面所述，任何国家面临货币大规模换汇与资金大规模撤离，都可能对金融和经济稳定产生重大冲击。美国20世纪“大萧条”和21世纪金融危机的爆发，都是与资金大规模外流分不开的。在经济发展面临严峻挑战、发展速度下行压力不断加大的情况下，特别要做好充分准备，防范资金可能出现的大规模外流带来的冲击和风险。实际上，中国央行外汇储备已经从2014年6月高峰期时接近4万亿美元，下降到2016年末的3万亿美元，减少了近1万亿美元，规模已经非常惊人。如果再考虑到2015—2016年我国贸易顺差1.2万亿美元，实际上外汇储备减少的速度更加惊人。从2017年2月开始，央行外汇储备企稳回升，4月环比增加了204亿美元，达到3.03万亿美元。其中，1—4月贸易顺差7150亿元人民币，折合1040亿美元。4月贸易顺差折合380亿美元。这与2016年“8·11”汇改后人民币加快贬值有一定的关系，但是否能够持续仍有待观察。目前尽管中国仍保持不低于3万亿美元的外汇储备，也不可掉以轻心，因为3万亿美元相对于13亿多人口以及160万亿元人民币而言，并不是特别巨大，而且还要考虑外汇储备的流动性问题。在推动人民币国际化、人民币加快可兑换进程的同时，也要努力保持社会资金跨境流动的相对可控。

应该看到，美国在20世纪初吸引大量国际资本和产能流入，在推动经济金融迅猛发展之后，又引发产能严重过剩，遭遇资本大规模外流，结果引发严重的金融危机和经济萧条。在21世纪初中国加入WTO之后，同样吸引大量国际资本和产能流入，推动中国经济金融迅猛发展，但也积累了很多与美国当时类似的问题。在经济发展进入非常关键的调整转型期，各种深层次矛盾集中暴露之际，更需要高度警惕和有效防范金融风险乃至金融危机。

当然，中国作为世界最大的发展中国家，工业化、城市化、信息化发展已经具备较高的水平，但发展空间依然很大，可动用的宏观调控政策工具和作用潜力相对主要经济体国家而言还比较充裕，特别是在2017年党的十九大各级党政组织换届到位之后，将更加注重改革和发展。同时，互联网时代的到来，也为中国提供了换道超车、引领世界极其难得的历史机遇，将有力地推动改革和产业升级。中国“一带一路”倡议也正在引起世界范围更加广泛的关注和参与，形成新的全球化发展理念、模式和路径，进一步增强中国的国际影响力，树立世界领导者形象。相信中国有能力应对各种挑战，保持经济金融和社会的稳定与发展，比较顺利地度过调整转型期，步入健康发展的新常态，也必将对全世界的稳定和发展做出更大的贡献。

必须看到，当前世界格局正在发生极其深刻而剧烈的变化，中国是促成这种变革的重要因素，而且中国也进入了一个非常关键的调整转型期，各种矛盾集中暴露。对当前中国面临的严峻挑战，特别是突出的金融风险，既不能视而不见、盲目乐观，也不能过于悲观、惊慌失措，而应该高度重视，保持冷静，积极应对。

---

1. 2017年6月30日发表于“王永利”微信公众号。

全球需求不足，对理论和政策挑战不小㊟

世界经济到底怎么了？全球化潜力消耗殆尽，资本和产能的大规模转移动辄引发大规模的金融和经济危机。与此同时，全球性有效需求不足将给传统经济理论和宏观刺激政策带来极大的挑战。

2008年全球金融危机爆发，世界经济严重衰退之后，主要经济体纷纷采取了力度空前、不断加码的救市行动。很多国家创纪录地大幅度降低利率，甚至进入零利率、负利率时代，并且在美国的带动下，越来越多的国家加入非传统的量化宽松行列，央行大规模扩张基础货币投放。

然而，在危机爆发六年过后，世界经济并未出现人们曾经预期的快速反弹和普遍担心的严重通货膨胀，反而进入一个持续低迷、此起彼伏的新常态，很多国家通货紧缩、经济下滑的压力反而在增强。这超出很多人的想象，人们不禁要问：世界经济到底怎么了？！

大规模全球化发展推动世界经济跨越式发展

在人类社会发展历史上，人们总是千方百计地致力于提高劳动生产率，而劳动生产率的提高则会创造剩余劳动，剩余劳动则会创造交换，交换又会创造新的需求，新的需求又会推动新的发展。

当一定范围的生产力提高，使其自身的原材料供应或产成品销售难以满足生产力需求时，经济活动必然向外扩张，以便拓展原材料来源和产成品市场。这就会推动经济金融向着全球化的方向发展，并在

充分挖掘原材料、劳动力和销售市场潜力，充分交流思想和文明成果、发挥社会分工和特长的基础上，推动世界经济不断加快发展。每一轮大规模的经济全球化，都会推动世界经济大规模、跨越式的发展和繁荣。

例如，在欧洲工业革命推动劳动生产率大幅度提高之后，首先完成工业化的国家就开始向外扩张，并推动了一轮大规模的经济全球化运动。而美洲的开发，更是吸引大量的资本、产能和人才流动。这也带动了世界经济的快速发展。

再如，自20世纪60年代开始，原来处于世界两大阵营之外的中间派国家开始推动改革开放，并主要向西方阵营开放市场。随着资本和产能的进入，以及原材料和资源的开发利用，助推了相关国家经济的发展。之后，以中国为首的发展中国家的改革开放，更是为全世界提供了巨大的原材料、劳动力和市场空间，再次推动了新一轮经济全球化运动，并带动了世界经济20多年的高速发展和繁荣期。

资本和产能的大规模转移很容易引发大规模的金融和经济危机

人类追逐利益最大化的本性与信息不充分、不对称的客观存在，非常容易造成区域性、阶段性的产能过剩和流动性过剩，进而引发区域性、阶段性的金融或经济危机。资本和产能全球化转移的范围和规模越大，就越容易造成全球性、长时间、严重的产能过剩和流动性过剩，引发全球性金融大危机乃至经济大萧条。

实际上，1929—1933年的大危机、大萧条，就是以美洲的开发，特别是美国的崛起为核心带动的经济全球化高速发展之后，在全世界范围内形成阶段性的产能和流动性严重过剩造成的，并率先从产能和资本高度聚集的美国开始爆发。

全球化潜力消耗殆尽，世界经济将长期低迷

在以中国为核心的发展中国家实施改革开放，为世界经济和金融发展提供了巨大的市场和需求，并带动新一轮全球化高速发展近30年之后，世界经济金融已经发展过头。现在全球化的潜力已经消耗殆尽，世界上已经很难再找出像20世纪80年代中国改革开放那样为全世界提供的巨大市场空间，全球性有效需求已经严重不足，世界经济可能将长时间保持整体低迷状态。

第二次世界大战之后，随着和平时期经济建设的发展，世界人口从第二次世界大战结束时的20多亿增长到目前超过70亿，人均寿命、人均生产能力和消费水平也大幅度提高，成为推动世界经济发展的主要因素。但目前巨大的人口也给地球的承载能力带来了巨大挑战，自然用其无形之手开始抑制人口增长。随着工业化、城市化、信息化的发展，人们学习和工作的压力不断加大，生活节奏不断加快，生育能力随之下降。现在越来越多的国家进入人口低增长甚至负增长状态，具备良好素质的适龄劳动人口的增长更是乏力，老龄化问题日趋严峻，进而抑制劳动力的供应和消费需求的提高。

2015年1月，美国麦肯锡全球研究所发布研究报告称，在过去的50年里，全球经济规模扩大至原来的6倍，年均增长3.6%，其中有40%归功于人口红利。在过去的50年里，劳动力每年增长1.7%，但未来50年劳动力年均增长可能只有0.3%，全球经济增长可能只有2%，经济规模可能只会翻一番，而这远远不足以为福利制度和债务利息提供资金支持。

同时，世界经济快速发展也使地球的承受能力受到严峻挑战。2015年1月，一个国际专家团队在美国的《科学》周刊上发表研究报告称，在其长期跟踪观察的地球9个指标中，人类活动已使气候变化、生物多样性、土地使用、生物地球化学循环4个指标超出了地球的自然承

受极限，其他指标也在明显恶化。这让人类处于危险的境地，需要面对整个地球不稳定的风险，而这种急剧变化自1950年开始出现。

可以肯定的是，受种种因素的影响，新一轮全球化推动经济发展的高峰已过，世界经济已经进入重大调整期。受地球承受力和世界有效需求不足的约束，世界经济正在转入总体上持续低迷的新常态。在这种状态下，新的技术和产品出现，可能淘汰旧的技术和产品；新的市场发现，可能淘汰旧的市场；有的国家经济增长加快，有的国家经济增长可能就会下滑。这种“零和游戏”又会加剧国际竞争和国际矛盾，容易引发货币战争，激化地缘政治矛盾甚至引发局部战争。

全球性有效需求不足将给传统经济理论和宏观刺激政策带来极大挑战

在人类社会发展的历史上，人们一直在努力提高生产力，满足人们不断增长的物质和文化需求。而提高生产力，从根本上就是增强人类对地球资源的索取和开发能力。人类社会总是不断改进社会制度，力求刺激和调动人们的生产积极性，解放和扩大社会生产力。各种经济政策和经济理论，也都是注重于刺激生产和消费需求。在遇到金融危机或经济衰退时，各国都会采用刺激政策，扩大政府开支或货币投放。由此，也就形成了广泛应用的刺激性经济理论和宏观政策。

例如，长期以来，世界各国的货币政策目标，都是保持温和的通货膨胀率（例如，2%、3%甚至更高），实际结果低于目标50%以上，就认为出现通货紧缩，就要采取措施扩大货币投放。由此，尽管各国货币政策都强调“保持币值稳定”，但实际上并不是保持通货膨胀率长期为零，允许阶段性有上有下，而是只允许正的通货膨胀率，不能接受负的通货膨胀率。也就是说，即使不出现金融危机，世界各国实际上也在实施刺激性货币政策。

特别是在2008年全球金融危机爆发、经济严重衰退的情况下，世界各国以及国际组织仍然习惯于主张刺激性宏观政策，主要经济体纷纷扩大投资和货币投放，反而使产能和流动性过剩问题更加严重。金融危机爆发后大量资本从发达国家流入发展中国家，并大量投入到能源、矿产和基础设施等方面，结果造成更加严重的供给过剩而使价格大幅度下跌。大规模的货币投放没有推动世界经济增长，反而使全球不可避免地要面对更加严重的金融危机和经济危机风险。

实际上，刺激性的经济理论和宏观政策适用的是地球仍有足够的资源有待开发，社会仍有足够的潜在需求有待挖掘，即使遭遇金融危机和经济衰退，也只是一种周期性的、短时间的问题，采取刺激政策、渡过难关，将赢得更好的发展。然而，现在世界经济发展阶段发生了根本性转变，地球承受能力和有效需求难以再大幅度扩大，世界经济增长和规模扩张难以再维持危机前的水平，原来适用于地球大量资源和社会需求有待挖掘和开发阶段的刺激性经济理论与发展方式已经不适用了，急需寻找新的发展道路、发展方式，形成新的发展理论和政策工具。这需要有新思维、大举措、大转变，需要全世界的共同努力。

在全球化已经难有大的提升空间、全世界有效需求已经难以进一步扩大的情况下，人类需要重新审视和正确定位自己的人生观、世界观和价值观：从注重对地球资源的索取，转化为加强对地球母亲的保护，强化节能减排，加大可再生资源和地球外资源的开发利用；从过度追求经济增长和规模扩张，转化为注重经济发展的质量和效益，注重社会就业和人均产值的提高；从鼓励高消费、高浪费、高负债，转化为鼓励适度消费，坚决杜绝浪费，严格控制负债；从注重扩大政府投资刺激经济增长，转化为更加注重教育、科研和社会保障；要合力推动全球一体化发展，深化全球财税和货币金融体系改革，调整和统一全球税费政策，联合打击腐败和违法行为，合理控制贫富分化。

1. 2015年5月13日发表于“王永利”微信公众号。

全球性贫富差距为什么越来越严重？㊟

全球性贫富差距加大的重要推手有：利益驱动和市场决定的发展模式；全球化与科技进步、产业升级；货币超发、货币贬值形成财富隐形的再分配；转型期的社会腐败等。该如何应对这些严峻挑战？

从20世纪80年代以来，全球化进程加快带动全球经济快速发展，但与此同时，贫富差距不断扩大也成为一种全球性趋势。特别是2008年全球金融危机爆发之后，贫富差距扩大更加明显，引发社会治安状况明显下降，社会管理成本陡然上升，部分国家和地区甚至出现剧烈的社会动荡和局部战争，成为世界和平与发展的严峻风险隐患。

以美国为例，“占领华尔街运动”的参加者高举“我们是99%”的牌子，反对1%的人占有了更多的社会财富。其后，美国加州大学伯克利分校的两位经济学家更是指出，在美国最富有的“1%俱乐部”里，十分之九的富豪的财富份额30年来并无太大改变，只有占人口0.1%的富豪们的财富份额水平重回“咆哮的20世纪20年代”。其中，最富有的0.01%的富豪的财富份额增长更为迅速，自20世纪80年代初以来已经翻了两番。另据统计，美国中产阶级的财富规模，扣除物价上涨因素，现在反而比20世纪80年代还萎缩了。

那么，是什么原因造成全球性贫富差距越来越大呢？

利益驱动和市场决定的发展模式

人是经济人，追逐更多的利益是人类社会发展和自我进化最原始、最基本、最重要的推动力。人又是社会人，在有组织的人类社会中，如何配置资源、分配收益，又会对人的行为取向和生产积极性产生深刻影响。在人类社会发展历史上，新兴资产阶级冲破封建贵族等级制度束缚，主张保护私有财产和市场公平竞争，充分发挥利益驱动和市场决定的资本主义制度，从而最大限度地激发人们的生产经营和发明创造的积极性，推动生产力快速发展和社会财富的快速增加。

但是，完全的利益驱动和市场决定，必然造成越来越严重的贫富差距和社会地位分化，并推动市场竞争越来越激烈，甚至为追逐更多的权和利而不惜违反社会道德与法律规范。资本主义发展以来，越来越严重的阶级斗争和社会革命，乃至两次世界大战与“大萧条”的爆发，充分说明纯粹的利益驱动和市场决定在刺激物质高速发展的同时，也会破坏精神文明，甚至引发世界大战，给人类带来灭顶之灾。经过两次世界大战之后，欧洲和美国等资本主义国家也学习借鉴了社会主义的一些先进成果，对资本主义制度进行改革，特别是通过强有力的法律监管和二次分配，消除垄断，保护消费者利益和公平竞争，扩大中产阶级规模，抑制寡头财富增长，保障最低收入阶层的基本生存需要，形成中间大、两头小的“橄榄形”社会组织形态，大大缩小了贫富差距，缓解了社会矛盾，维护了社会稳定。

与资本主义国家发展轨迹不同的是，曾经饱受强国欺凌和侵略的落后国家，如苏联和中国等，都是依靠高度集中全社会的资源和财富，团结最广大的人民群众，形成整个社会最强大的整体合力，实施战时共产主义制度，经过艰苦卓绝的斗争，终于推翻了强敌的压迫和强国的欺凌，建立了人民当家做主的社会主义国家，创造了以弱胜强的奇迹并极大地激发了广大人民的爱国热情和劳动积极性，一度推动经济社会高速发展。但进入和平时期后，人类追逐个人利益的本性逐渐显现，个别利益与公共利益的矛盾不断增强，“高度公有、高度计划、平均分配”的社会制度越来越脱离社会一般人的思想水平，结果

造成少劳动、多消耗、抢占公有资源谋取个人利益的现象越来越严重，社会矛盾明显加剧。

从20世纪60—70年代开始，处于资本主义与社会主义两大阵营之间的拉美、东南亚一些国家和地区，开始向西方倾斜，推动改革开放，吸引发达国家的资本和技术设备，推动经济发展，并取得了令人瞩目的成效。社会主义国家也纷纷推动改革开放，为世界经济发展提供了巨大的市场和空间，吸引国际资本和产能大规模转移，推动新一轮全球化高速发展。1991年之后，苏联解体、东欧剧变，“冷战”结束，世界格局发生了根本性变化。

社会主义国家的改革开放，尽管路径、方式和程度等各有不同，但从根本上就是推崇利益驱动，削弱公有、增强私有，削弱计划经济、发展市场经济，将为集体劳动变成为自己劳动，大大刺激了劳动者的积极性，再通过优惠政策招商引资，引进资本、技术和设备，有力地推动了经济发展和体制改革。但这也使利益驱动和市场调节机制在世界范围内的作用比第二次世界大战之后大大增强，使社会主义国家曾经的收入分配均等化体制被彻底打破，社会财富急速分化，贫富差距快速拉大。

在社会主义国家改革开放过程中，西方发达国家大量转移资本和普通加工业，不仅在新的市场激活了其利益驱动和市场决定机制，而且面对劳动力价格和实际税费水平很低的发展中国家的竞争，发达国家劳动力价格的上升也被有效抑制，税费水平也不断降低。这使西方国家的二次分配力度，即对贫富差距的抑制力大大减弱。

全球化与科技进步、产业升级

随着全球化的发展，资源配置和财富分配的半径大大延伸，但是，真正能够走出去并且在全球市场竞争中站稳脚跟、赢得胜利的，却是极少数大财团、大寡头。必须看到，投资、贸易，特别是金融交

易全球化快速发展，急需加强世界范围内的统一治理，包括投资和贸易法规、财税和金融制度、国际货币与国家货币体系等方面的规范和统一。但非常不幸的是，在苏联解体之后，美国一极独大，世界上两大阵营相互对峙、相互抗衡的局面发生重大逆转，联合国发挥作用的条件遭到削弱，特别是在全球金融危机爆发之后，各国自我保护增强，竞争进一步加剧，全球化的统一治理比“冷战”结束之前两大阵营内部的相对统一性明显减弱了。这非但没有使社会对大财团、大寡头的制约或制衡加强，反而是削弱了。

另外，随着科技进步和产业升级，人类社会已经从工业化初期普通加工业占据主导地位，大量中小型企业欣欣向荣推动中产阶级快速发展，逐步进入工业化发展后期，并开始向信息化社会迈进，高科技发展和大金融服务占据主导地位，新兴的文化体育产业所培育出来的明星群体的价值快速上升，这同样推动社会资源和财富越来越向少数大财团、大寡头、精英群体集中，而中小型普通加工业的发展必然走向下坡路，机械化、智能化等对普通加工业工人的替代性增强，中产阶级的财富和蓝领工人的收入增长必然受到制约。展望未来，互联网、大数据、信息化、全球化的发展，都意味着更广泛、更深刻的资源整合，都有可能进一步扩大贫富差距。

货币超发、货币贬值形成财富隐形的再分配

当今社会是货币商品经济时代，货币既是价值尺度、交换手段，也是价值储藏手段和财富的象征。在货币脱离金（银）本位制之后，货币本身几乎失去使用价值，成为纯粹的法定货币或信用货币，是社会货币性财富的象征。但单位货币所代表的财富的价值并不是一成不变的，它取决于货币总量与财富总量的对比关系：货币总量的增长快于财富总量的增长，币值就会下降；反之，币值就会上升。在现实社会中，各国货币政策的把握，都是希望保持一定的通货膨胀率，包括对主要国家货币的汇率贬值。因此，在现代货币体系中，贬值成为货

币命中注定之事。特别是在面对经济下滑、金融危机乃至社会动荡、战争需要时，世界各国都会大规模扩大货币投放，进而推动货币大幅度贬值。

为什么会出现这样的选择呢？

货币贬值意味着现有货币性资产所代表的财富价值就会减少，而货币性债务的成本就会降低，投资不易变质的资产就会升值。这就有利于刺激消费和投资，减少储蓄，推动经济发展，并且名义货币单位也使经济发展指标比不变币值更好看，容易激发人们的乐观预期。这实际上是对既有财富的再分配，但由于这种分配的普遍性和隐蔽性，实际上又往往不被社会所认知。另外，扩大货币投放，主要是通过扩大社会负债来实现的，这也意味着通过透支未来增加当期的财富，实现当期的繁荣，也容易为当期社会所广泛接受。

但非常不幸的是，由于货币贬值这种隐形再分配功能的存在，在货币脱离金银实物约束，成为纯粹的法定货币，货币总量完全由货币当局人为把控的情况下，其存在的好处很容易诱惑人们过度滥用。特别是在全球金融危机爆发之后，世界主要经济体推出非传统的量化宽松货币政策，推动货币总量快速增长，但世界经济却持续低迷，意味着货币必然大幅度贬值，越来越多的人的实际生活水平明显下降，甚至其生活、生存都受到威胁。而少数人的财富却迅速升值，特别是一些人的财富增长并非劳动收入所得，而是通过投资和炒作房地产、有价证券、名贵家具、字画珠宝等，主要依靠价格上涨所致，并由此迅速扩大了贫富差距，严重激化了社会矛盾。

可以说，全球金融危机爆发后，社会负债和货币总量迅猛扩张，单位货币明显贬值，成为世界范围内贫富差距快速扩大、社会矛盾明显激化的一个突出的重要原因。

转型期的社会腐败等其他要素

自20世纪70年代以来，很多发展中国家推行改革开放，推动新一轮全球化30多年来快速发展，也推动很多国家社会制度和发展方式的深刻转型。但国家制度破易立难，特别是一些国家数千年发展历史和文化的深刻积淀，很难在几十年、上百年的时间内彻底改变。在旧的制度和道德体系被打破，新的制度和道德体系尚未完善的转型时期，社会腐败和利益调整将非常严重和激烈，也很容易扩大贫富差距，从而激化社会矛盾。一些国家经济金融过度开放，过多地受制于国际大资本，最大的经济回报被国际资本掌控。这也是很多国家在改革开放，推动经济快速发展之后，反而陷入“中等收入陷阱”难以自拔的根本原因。

同时，在资本流动自由化、全球化程度非常高的今天，一些发展中国家的权贵大量向发达国家或地区转移财富，也会推动资本流入国家和地区资产价格的上升，推动社会财富的两极分化。

人类社会的制度安排，总是面临效率和公平的两难选择，要找准最佳平衡点非常不容易，何况这种平衡点又会随着国内外环境变化以及人们思想和诉求的变化而变化。但作为国家治理或全球治理，又必须努力寻找和维持这种最佳平衡点，探索和走好“中庸”之路。现在，过大的贫富差距已经成为人类社会文明与发展最严峻的挑战，必须引起高度重视，并采取有效的措施积极加以应对。

---

1. 2015年2月9日发表于“王永利”微信公众号。

世界走过头了，危机远未过去[注]

“产能过剩与流动性过剩”无疑是危机肇因。在相当长的时间内，经济金融都可能陷入低迷，危机远未过去。当前的应对之策：加强全球协调配合，加快货币体系和金融体制改革；主要经济体（如G20）更应担负起国际责任。

2008年9月，美国著名的投资银行雷曼兄弟宣布破产保护，引发了一场席卷全球的金融危机和严重的经济衰退，使很多人联想到20世纪30年代初席卷西方工业国家的大危机、大萧条，并被认为是“百年一遇”的金融大危机。全球金融危机爆发之后，世界主要经济体采取了力度空前的联合救市大行动，纷纷大幅度降低利率，大规模扩大货币投放。其中，美联储的资产负债表在危机爆发后数月之内迅速扩张了1倍之多，中国的货币总量2010年末也比2008年8月末增长了近62%。

在全球力度空前的救市行动之后，尽管危机爆发初期的金融剧烈动荡和经济急剧下滑的势头得到了有效的遏制，但经济金融总体上依然低迷，并没有出现预期的“V”形反弹或快速复苏，而救市举措的边际效益已开始减弱，甚至还面临着日益严重的通货膨胀和政府债务危机的考验，爆发新的更严重的全球金融危机乃至经济衰退的风险似乎又在快速聚集，而我们可用的政策工具却少之又少，没有多大空间。那么，这到底是怎么了？！

要回答这个问题，必须重新审视这一轮全球金融大危机的根源及其发展态势。

全球金融危机产生和爆发的根源

自全球金融危机爆发以来，关于引发危机的原因，全世界有很多说法，主要包括：商业银行过于贪婪，大量发放次级按揭贷款，造成大量不良资产，缺乏足够的风险管理；金融创新过度，大量结构复杂的金融衍生产品和对冲交易已经脱离实体经济需要，并且不够透明，容易误导消费者，并躲避金融监管；金融监管滞后，不能及时发现、控制和化解系统性金融风险；“市值计价法”（mark tomarket）的会计准则在危机爆发后，容易因市场预期恶化而低估资产价值，进一步助推市场恐惧感，恶化市场环境；国际评级公司不尽职，容易给一些金融产品和金融机构赋予过高的评级等级，而在风险暴露后，又往往急速降低评级，造成市场恐慌；金融市场过于注重当前业绩的激励机制容易驱使从业人员过度追求经济利益而丧失道德标准，甚至出现恶劣的内幕交易或关联交易；全球贸易和投资失衡，造成储蓄和消费失调等。这些说法显然都有一定的道理，但用以说明此次全球性金融大危机产生和爆发的原因，却显然不够充分。

实际上，作为一般规律，经济危机的根源一定是产能过剩，金融危机的根源一定是流动性过剩，二者之间又密切相关，相互影响，相伴相随。同时，产能过剩和流动性过剩都有一个积累的过程，有一个从量变到质变的过程，全球产能过剩和流动性过剩更是如此。而爆发金融危机则是流动性过剩的集中暴露和突出表现。

如果说全球金融危机的根源是流动性过剩，那么，全球流动性过剩又是如何产生，如何最终引发金融危机的呢？

这可能有诸多影响因素，其中，以下因素是不能忽视的。

1.技术创新，新兴产业发展和新的市场开发，全球化发展带动过度投资

重大科技发明或技术革命，往往吸引大量投资，推动经济快速发展，并由此可能催生新的产业，带动产业革命和生产力的更大发展。而新的市场的发现和开发，则会远远放大其影响力，并反过来进一步刺激技术创新和产业革命。从16世纪初开始的“大航海时代”（“地理大发现时代”）带动的经济全球化发展，至今的历程充分说明了这一点。

但是，必须看到，在资本逐利和市场竞争的驱动下，技术创新、产业革命和新的市场开发，在推动经济发展的同时，也一定会推动投资过度，造成产能过剩和流动性过剩，并进而引发地区性乃至全球性的金融危机或经济危机，形成经济发展周期。这也是可以从近100多年的历史中找到充分证据的客观规律。

比如，20世纪30年代工业国家经济大萧条、金融大危机，最主要的原因就是在美国独立之后，经过“西部大开发”和“南北战争”，形成横跨北美、连接两大洋的、地理位置优越且发展空间巨大的、世界上第一个抛弃王室的民主法治大国，大大增强了其政治的和经济的吸引力。美国的崛起，又进一步激化了欧洲列强的矛盾。在欧洲工业国家竞争激烈、社会矛盾和国际矛盾不断激化的情况下，美国吸引了大量的人力、资本和技术流入，推动了美国经济的快速发展，也推动了美国资产价格的快速上涨。特别是在欧洲爆发第一次世界大战期间，美国更是吸引了大量的人力和资本集中流入，美国的生产不仅支持本国消费，更是大量出口给欧洲以及其他原来由欧洲控制的出口市场。但是，由于第一次世界大战对产能的破坏有限，战后欧洲各国快速恢复生产，由此就造成整个工业国家产能严重过剩，并且率先从大量聚集和扩张产能的美国开始爆发，引爆了急剧膨胀的股市和资产泡沫，并最终引爆了影响极其严重的、席卷工业国家的经济大萧条和金融大危机。

大萧条爆发后，受市场自我调节周期的推动，经济金融局势不断恶化，自由市场经济理论显然无法解决经济衰退，以扩张性的财政、货币政策为主的凯恩斯主义异军突起。在各方的共同努力下，货币大量投入之后，大萧条、大危机得以缓和，市场趋于平稳。但是，危机形成的根源是否得到根除，经济金融是否真正走上健康发展的道路，却还存在争议，需要进一步检验。而恰在此时，爆发了范围更广、时间更长、破坏力更大的第二次世界大战。

经过第二次世界大战，全世界的过剩产能被彻底消灭并造成产能严重不足。而在第二次世界大战期间，美国依托其优越的社会制度和远离战火独特的地理位置（可谓世外桃源），进一步吸引了更多的国际财富和人才流入，大量出口推动经济快速发展，经济、金融、军事力量等构成的综合国力随之快速提升，使其真正成为世界头号霸主。美元完全取代英镑成为世界最主要的结算货币和储备货币，纽约也进一步巩固了国际金融中心地位。美国的工资水平、社会福利和医疗保障水平也随之快速提高。

第二次世界大战之后，随着各国恢复生产，美国大量出口的局面逐步改变。当然，由于第二次世界大战对世界经济和产能的破坏相当严重，其恢复没有第一次世界大战之后那么迅速，对美国的影响没有第一次世界大战之后那么剧烈，因此美国没有在战后短时间内再次爆发严重的经济危机和金融危机。但由于第二次世界大战之后，世界很快分裂成为尖锐对抗、相互隔绝的两大阵营，资本主义工业化国家在封锁社会主义国家发展的同时，也把自己的市场范围限制住了，在经济金融上也主要是自己内部的相互竞争。随着战后工业化国家逐步恢复生产，其整体产能不断提升，带动石油等大宗商品价格加速上涨，通货膨胀压力不断增大。但由于市场规模的束缚，西方国家整体的经济发展速度却在逐步降低。进入20世纪70年代，由于产能过剩而引发的经济滞胀问题已经在西方世界显现并不断恶化。与此同时，美国在战后为了拉拢和扩大同盟，大规模对外援助，并不断发动对外战争，

逐步由净出口大国转变为净进口大国，1944年布雷顿森林体系所确定的美元与黄金固定挂钩的安排难以为继。1971年，美国率先放弃金本位制，带动全球货币转化成为纯粹的信用货币，主要货币之间的汇率大幅波动，国际货币体系和金融体系面临巨大冲击。应该说，如果没有其后亚洲地区“四小龙”“四小虎”以及拉美地区的开放和发展，大量转移了发达国家特别是日本和美国的产能，恐怕在20世纪70年代末就可能再次爆发严重的经济和金融危机。

更重要的是，从20世纪70年代开始，社会主义阵营纷纷推行改革开放，柏林墙倒塌，苏联解体，“冷战”结束，新的一轮全球化快速推进，为发达国家特别是美国转移生产力提供了巨大空间，不仅彻底解决了其产能过剩问题，有效化解了可能爆发的经济和金融危机，而且推动其调整产业结构。在这个过程中，发达国家利用发展中国家廉价的劳动力、原材料、资源以及环境保护，取得远比在本国生产高得多的利润，廉价商品的进口又降低了国内消费成本，刺激了消费发展，维持了社会高福利制度的运行，推动“低储蓄、高投资、高消费”越来越成为一种社会潮流。在这个过程中，以美国里根政府和英国撒切尔政府为代表的西方发达国家更是对内大力推动私有化和去监管化，对外大力推动经济金融全球化，推进投资和贸易自由化，反对投资和贸易保护主义，从而获得了巨大利益。

发展中国家纷纷推行改革开放，可以说，其对世界经济发展的影响力远远超过美洲新大陆的发现和开发，其潜力巨大的市场吸引了大量国际资本和生产力的投入，也有力地推动了其自身的改革和经济的发展。经过长期的发展，进入2000年之后，受多种因素的影响，发展中国家中出现了以中国、印度等国为代表的快速发展的新兴经济体，世界经济金融格局由20世纪70年代少数发达国家，主要是七国集团雄霸世界，国际上存在着巨大反差，世界财富大量向少数发达国家聚集的局面逐步转化为世界趋于平衡，发展中国家的影响力和竞争力不断增强，中国甚至发展成为新的“世界工厂”。从“亚洲四小龙”对外

开放开始的新一轮全球化，在推动全球经济金融30年左右高速而巨大发展的同时，也推动了全球范围内的产能过剩、流动性过剩问题不断放大，推动世界经济金融格局发生深刻变化。在20世纪70年代末原本已经在发达国家中出现流动性过剩问题的基础上，进一步放大和积累为全球性流动性过剩，长时间大规模的积蓄，使流动性过剩蕴藏的能量和破坏力更大更猛，这可以说是全球流动性严重过剩最根本的原因。实践证明，越是集中的大规模的全球化，越是容易引发全球性经济和金融大危机。

2.收付清算体系和货币投放体系发生巨变

在人类社会发展历史上，货币的产生和发展，包括货币投放和回笼体系、货币收付清算体系的建立和发展，绝对可以说是一大奇迹，在人类社会发展进程中发挥了极其重要的推动作用。但在其发展过程中，不经意间的裂变，又给人类社会的发展埋下了极其可怕的隐患，使货币总量的投放难以得到有效控制，为全球流动性过剩提供了体制机制上的基础条件。这个裂变就是由实物货币清算转为银行记账清算，相应地，货币投放由实物货币投放转为记账货币投放，货币投放由中央银行独家控制转为多渠道投放，由以黄金储备等为支撑转为以政府信用为担保，货币投放总量难以得到有效控制。

尽管纸币出现并在很大程度上取代黄金（或白银）作为流通和清算货币，大大降低了货币流通和清算的成本，提高了效率，促进了经济交往的发展，但大量的现钞清算和流通，特别是国际清算和流通，其成本（包括印制、保管、投放、鉴别、回笼、销毁等方面）依然非常大，效率依然跟不上发展的要求。因此，在实践中逐渐出现了通过银行进行记账清算的方式，并不断创新记账收付的通知方式。相应地，货币投放也就由实物货币投放转变为记账货币投放，由中央银行独家（或由其指定的代理银行）发行货币，扩大到通过银行贷款等多种渠道均可投放货币。目前，在全社会货币流通总量中，现钞所占比

重已经非常低，中国约占6%，美国只占3%左右，而且整体上仍呈现下降趋势。

这个转变是在实践中潜移默化间发生并不断放大的，推动货币投放和流通以及收付清算的成本大大降低，效率得到极大提高，并将社会资金最大限度地集中到银行手中，为社会闲置资源的充分利用奠定了重要基础，有力地支持和推动了经济金融发展，特别是全球化的发展。可以说，如果没有收付清算和货币投放体系上的这种深刻变化，全球化的投资、贸易以及金融交易根本无法达到今天的水平。

但这个变化在给人类社会带来极大财富的同时，也带来了并未被人们充分认识的非常深刻而严峻的问题。

一是推动货币信用投放快速发展，货币总量难以控制。在记账清算的情况下，社会流通中的货币会大量集中到银行手中，从而会有力地支持银行贷款的发展。通过银行贷款增加了借款人的购买力，等于银行向其投放了新的货币。这样，银行贷款所形成的信用投放就发展成为货币投放越来越重要的新的渠道，而真正货币现钞的投放在整个货币流通总量中的比重越来越低。以银行为中介推动的间接融资的发展大大提高了社会融资的成功率，并在无形之中扩大了货币的投放，反过来又刺激了社会融资和货币的需求。这样，就增加了货币总量控制的难度。因为在纸币印制和投放数量的控制上，容易得到黄金储备的有效约束和中央银行的事先确定，但信用投放扩大之后，由于贷款与存款之间又存在相互转换的内在联系，形成贷款投放的乘数效应，其形成的货币流通量是难以事前准确把握的。因此，货币金本位制最终必然被冲破、被废弃，而转化成为纯粹的信用货币（这里需要强调的是，有人认为美国1971年宣布放弃美元与黄金挂钩的承诺，废弃金本位制，布雷顿森林体系随之崩溃，主要原因在于美元成为国际储备货币之后面临“特里芬难题”，这是不完全正确的。因为即使不成为国际储备货币，在信用投放和记账清算的冲击下，所有国家的货币都

废弃了金本位制。这也是今后难以恢复金本位制的根本原因）。中央银行也只能事后根据货币总量增减引起的物价指数波动情况被动地进行调节，政策和行动往往存在滞后性，难以有效防范和控制金融危机。

二是产生了银行贷款由政府连带隐性担保问题，容易刺激银行贷款的扩张并导致“大而不能倒”的问题。银行贷款虽然依托于吸收的存款，但在投放上除了做必要的信用调查和评审外，其成本是有限的，而贷款属于银行的资产，发放贷款即可以收取贷款利息，其可获取的收入相对于成本而言可能是巨大的。但由于贷款已经成为货币投放的主要途径，而货币最终是由政府担保的，因此，发放贷款的风险就并非完全由银行自己承担，特别是当贷款规模达到相当大的程度，如果银行产生严重的不良贷款，并由此造成贷款银行无法偿还存款和其他债务，进而形成金融连锁反应，影响整个金融体系稳定，形成系统性风险，影响货币信用及社会和政局稳定时，政府必然会出面干涉并给予出现问题的银行足够的支持。正因为如此，就出现了当今金融机构“大而不能倒”的现象，容易刺激金融机构利用贷款、存款内在的转换机制过度追求规模扩张，追求更大的利差收入，并因此造成整个社会信用的过度投放。

三是在缺乏中央银行介入商业银行之间往来清算、目前国际清算还主要是商业银行之间在相互开立账户进行清算的情况下，形成了国际储备货币“所有者增加对发行国的债权，而发行国则相应增加对外负债”的内在机制，即在记账清算的情况下，无论是通过对外投资还是扩大进口等方式转化为国际储备的货币，表面上看其货币会流出国境，但由于并没有货币实物的真正转移，而只是通过清算银行以增减债权债务的记账方式进行清算，转移了货币的所有权和支配权。从货币持有者（如清算银行）角度看，其持有的资金（流动性）总量并没有减少（只是由内债转变成外债），但却由此增加了外汇储备国家的

流动性。因此，从全球整体结果看，就形成了“外汇储备自动倍增流动性”的效应。

因此，全球外汇储备越多，全球流动性就越是以其倍数方式扩张。在全球化加快发展、全球投资和贸易不平衡不断加剧、外汇储备总额不断扩大的情况下，必然造成全球流动性特别是储备货币发行国流动性过剩乃至泛滥，并由此进一步引发更多的问题。例如，当今全球外汇储备约为9.7万亿美元（2001年仅为2.05万亿美元），其中超过60%是美元，而美元储备中绝大多数头寸都滞留在美国。这就是美国在2001年之后外债规模迅速扩大，华尔街会拥有如此巨大的资金规模和金融影响力的根本原因。同时这也就解释了很多人难以理解的现象：一方面发达国家大量向发展中国家投资或进口，支持其经济发展；另一方面发展中国家却又大量购买发达国家的债务，造成资金回流，似乎是贫穷国家在救济富裕国家。这说明了美国金融机构，特别是开展国际清算业务的大型商业银行的资金来源已经过多地依赖同业存款，特别是国际同业的存款。由于金融机构的风险敏感度远远超出一般企业和个人，在这种情况下，一旦金融市场出现危机信号，美国金融机构很容易遭受来自其他金融机构，特别是国际金融机构的挤兑，引发严重的金融危机。2007年，美国规模并不是很大的次级按揭贷款问题最终引发严重的金融危机，正是对这种状况的很好诠释。2008年9月，雷曼兄弟申请破产保护后，美国一般性存款并没有发生大规模挤兑，但却发生了金融机构特别是国际金融机构的大规模挤兑，它们将大量资金转向国债投资或转存美联储，结果使1个月和3个月期的国债一度出现负利率现象，并推动美联储资产负债表的规模在2009年1月末就比2008年8月末扩大了1倍以上，进而迫使美联储采取非传统的量化宽松货币政策，扩大流动性投放以便缓解金融机构流动性枯竭问题。也正因为如此，美联储资产负债规模短时间的翻倍增长，并不像很多人直观认为的那样，是美联储“开足马力印钞票”扩大基础货币投放造成的，其中绝大部分是金融机构存款“大挪移”造成的。所以，2009年美国广义货币总量并没有像美联储资产负债规模那样成倍增长，而是

仅仅增长了8.3%左右。这与中国广义货币总量2009年增长27.7%形成了明显的反差，也反映危机爆发后中美货币政策对经济刺激的力度实际上是有巨大差距的。

3.政府救市，以扩大货币投放应对金融危机，使流动性过剩难以消除

流动性过剩及其大规模转移容易引发金融危机，而危机原本是市场发挥调节作用的自然反应，有利于彻底消除流动性过剩问题，尽管市场这只“无形的手”容易调节过头。但自20世纪大萧条开始，每当遭遇经济或金融危机，为了阻止危机造成更大的危害，各国政府往往会进行救市干预，抑制“无形的手”充分发挥作用，并主要运用宽松的财政政策和货币政策。这又容易引发更多的货币投放，进一步扩大流动性过剩。

中央银行之外的间接融资货币投放渠道的出现和发展，货币的信用投放及其乘数效应、记账清算，再加上国际外汇储备的扩大，使货币投放总量实际上难以事前确定和有效控制。种种因素都非常容易造成货币过度投放，造成整个社会信用泛滥，利率降低，过度消费，过度透支，进而造成全球流动性过剩，通货膨胀、金融危机越来越成为常态问题。在全球化加快发展的过程中，日益严重的流动性过剩，以及大量国际资本在地区间的剧烈聚散，非常容易引发大大小小的金融危机乃至经济危机。而应对危机的冲击更容易引发各国政府更多的货币投放，尽管设想的是在恢复发展后逐步消除救市举措的负面作用，但实际上在恢复发展后都把问题给淡忘或有意忽略了。政府都不愿意采取紧缩的货币政策，结果使市场无法调整到位，使流动性过剩和金融危机隐患不断积累且越来越严重。这似乎已成为消除流动性过剩和金融危机隐患的“政治难题”。目前在全球范围内，不仅私营部门的债务不断扩大，而且公共部门的债务也在不断扩大。而一旦政府出现债务危机，则意味着依靠政府信用担保发放的货币可能失去信用，货

币体系和金融体系将面临严峻挑战。此次全球金融危机爆发之后，主要经济体采取了力度空前的救市行动，多个国家实施突破传统的量化宽松货币政策，使流动性过剩问题更加严峻，未来通货膨胀压力增大，多个国家债务问题集中爆发的威胁更加突出。

4.以一个国家主权货币作为国际清算和储备货币，使货币总量更难得到国际社会的有效控制

当今的国际清算和储备货币，已经不是超主权国家或政府的天然货币，而是在历史进程中优胜劣汰筛选出来的强国主权信用货币。世界各国所拥有的外汇储备，追根溯源，最初都是从货币发行国流出来的。而在记账清算情况下，其流出又会自动增加该发行国清算银行的对外负债，并进一步转换为其他负债（例如，国债、金融机构债、企业债等），使该国外债规模被动增加而难以控制，并使这些银行往往由于资金过多而急于寻求资金出路，容易因资金充裕而压低利率，或者因追求资金回报而扩大信用投放，提高融资杠杆率，刺激金融创新和金融的过度繁荣。同时，储备货币发行国为了减轻巨额债务压力，也容易扩大货币投放，推动利率降低和货币贬值。这种以强国主权货币作为国际货币或中心货币的状况，使国际货币的好处过于集中到货币发行国，容易诱发其过于追求本国利益而置全球利益于不顾，理应得到国际社会的有效监控。但在世界上一国独大、缺乏制衡的情况下，该国货币发行实际上难以得到国际组织的有效监控。目前，美元的投放就是如此。

5.金融越来越脱离实体经济而盲目发展，虚假繁荣，也容易带来流动性过剩

在货币的发放脱离黄金和社会实际财富的约束之后，货币的信用投放实际上就是透支未来，容易造成流动性过剩，而且容易推动金融过度创新，越来越脱离实体经济的发展而发展，并通过调节社会资源

分配（资金流动）以及币值变动等，控制着社会财富的分配，增强金融对社会的影响力。随着流动性越来越大，以货币单位标示的社会财富越来越大，表面看经济金融越来越发达，有利于繁荣，但却容易掩盖过度负债、透支未来、货币贬值的真相，并推动人们增强消费，进一步扩大流动性。同时，越来越多的金融交易已经脱离为实体经济服务的宗旨，而成为纯粹在金融领域内部进行的炒作和赌博，刺激社会不断增强赌博心理和投机意识。金融对促进社会财富真实增长的影响越来越弱，却通过金融交易赚取了越来越多的社会财富，进而吸引了更多的社会资金和优秀人才脱离实体经济进入金融领域，反而可能削弱实体经济发展的实力和创新能力，推动流动性相对过剩问题不断加重，并加深社会不公和社会矛盾，加重社会管理的难度和成本。

由于多种原因的共同影响，全球流动性过剩问题不断聚集、加重。其中，美国再次爆发严重的金融危机，并进而引发席卷全球的金融大危机和经济大衰退，不能不说明当今问题的严重性。全球性金融大危机的爆发绝不是偶然发生的，越来越多的国家货币总量与经济总量之比、公共债务与GDP之比迅猛攀升，过度负债、寅吃卯粮、债务危机此起彼伏、挥之不去。产能过剩、流动性过剩、粮食产量和资源供应日趋紧张、环境和气候严重恶化等，都已经从量变转化为质变了，都显示全球经济金融以及社会福利总体上已经走过头了，这是值得清醒认识和高度警惕的。

危机远未过去，救市举措难以达到预期目标

借用美国两位学者Carmen M. Reinhart（卡门M.莱因哈特）和Kenneth S. Rogoff（肯尼斯S.恩格夫）在其合著的《这次不一样？》（*THIS TIME IS DIFFERENT*？）一书中的内容来描述最新的金融危机是非常恰当的。从20世纪大萧条开始，每当遭遇金融或经济危机时，政府都很容易动用宽松的货币政策和积极的财政政策，即扩大货币投放进行救市。这似乎已经成为应对危机的灵丹妙药和传世经典。但实

际上这种做法是有条件的，是建立在急救之后经济能够得到恢复，实现由萧条到复苏再到高涨的发展预期的假设基础上的，并希望将应急措施产生的负面影响在发展过程中加以消化。尽管在此次危机爆发之后全球已经投入巨额资金，但目前预期的增长目标却并没有实现，救市的假设条件似乎并不存在，而扩大货币投放的负面作用却在不断显现，危机远未过去。

让我们来看看可能刺激经济增长的各种因素。

第一，已有的救市措施没有实现预期目标，且其边际效益已经开始减弱，有的政策已经或即将到期，而推动新的更大的刺激政策的余地非常有限。2008年底全球金融危机爆发之后，世界主要经济体采取了力度空前的联合救市行动，大量增加了货币投放，之后金融体系和经济形势急剧恶化的势头得到遏制，但目前局势却非常不乐观。经济增长并没有出现较大的反弹，社会就业持续萎靡，越来越多的国家面临严重的通货膨胀或债务危机的压力，消费增长受到很大束缚。在这种情况下，继续推出扩张性财政政策和货币政策的余地非常有限，几乎丧失。

第二，技术创新和新的产业、新的市场（地理）开发。经过新一轮全球化30年的大发展，目前世界经济发展的地区差距、发达国家与发展中国家整体上的差距大大缩小，要开发新的地域市场余地不多，剩下的主要是非洲和南北两极，但由于种种原因，要依靠非洲和南北两极的快速发展来推动世界经济大的发展并彻底摆脱危机困扰是非常难的。如果没有新的地域市场的开发，仅仅依靠新的技术创新和产业发展，余地和作用又是有限的，因为新的技术和产业的出现，往往会削弱甚至淘汰旧的技术和产业。从这个角度看，像美洲新大陆开发、社会主义阵营开发那样推动世界经济出现重大发展的机会，现在似乎非常渺茫。

第三，世界人口增长可能进入拐点，劳动力成本整体呈现上升趋势，但社会福利水平可能回落，消费水平会受到制约。世界人口已经从1970年的37亿增长到2010年的68亿，但总体趋势是随着工业化、信息化的发展，生活节奏不断加快，生活压力不断加大，人口出生率相应地不断下降（这也是自然界自我保护的必然要求，是自然法则的魔力所在，否则，如果生产力不断提高，人口也不断增长，地球就会因为无法承受而遭受毁灭），越来越多的国家，特别是工业化国家面临人口负增长的考验和劳动力成本提升的压力。而随着人口增长的下降和城市化速度减缓，房地产和相关产业的发展就会受到抑制，长期以来经济衰退过后房地产及其相关的产业通常发挥复苏重要推动力的作用就会受到削弱。

从发达国家的情况看，一方面，第二次世界大战之后的“婴儿潮”一代已经开始进入退休年龄，养老开支不断加大，而新的出生率却呈现下降态势；另一方面，随着全球化的发展，发达国家原来经济金融雄霸全球，大量聚集全球财富的先发优势逐步削弱，有的竞争优势已经不再明显，但建立在全球财富高度聚集基础上的高福利制度和巨额军备开支的习惯却没有得到相应的调整，已经造成严重的财政赤字和政府债务负担。在这种情况下，又势必要求发达国家控制政府开支，调整社会福利和军备开支。可见，如果没有深刻的社会改革，在相当长的一段时间内，发达国家的消费和经济增长都难以让人乐观。

从发展中国家的情况看，新兴经济体往往都是以资源求发展，以廉价的原材料、劳动力和环境保护等吸引先进国家的资金和技术，以大量开发土地、矿产等自然资源扩大生产，往往表现为主要依靠投资和出口拉动保持增长。目前随着发达国家消费和经济增长放缓，贸易保护主义抬头，新兴经济体的出口面临威胁。与此同时，其国内通货膨胀压力加大，资源和环境压力增大，劳动力成本结构性上升，新兴经济体赖以高速发展的诸多产业已经面临饱和甚至过剩的困境，原来

的发展方式有待转变，可持续发展的挑战严峻，经济增长可能明显减缓甚至有可能出现大的波动（硬着陆）。

总之，世界经济金融经过30多年的高速发展，现在已经走过头了，金融危机爆发后已经进入重大调整期，有可能发生剧烈变化。全世界人民都要增强危机意识，做好过苦日子和爆发重大危机事件的准备。在相当长的时间内，经济金融都可能陷入低迷，表现为全球性紧缩乃至滞胀，控制不好甚至可能爆发新的更加严峻的全球性金融危机或经济危机。在这种状态下，国内和国际矛盾都可能严重激化甚至引发骚乱、爆发战争，控制不好，爆发新的世界大战的可能性也不是绝对没有。对此，需要有良知、负责任（对当今世界负责，对子孙后代负责）的政治家、专家学者、宣传媒体等做出客观的分析和正确的宣传，不能过于粉饰太平，不能继续刺激人们的欲望，不能过度追求本集团、本党派、本国的利益，而要切实加强全球合作，为战胜全世界面临的共同挑战而付出最大的努力。

加强全球协调配合，加快货币体系和金融体制改革

全球金融危机爆发并引起实体经济严重衰退，必须引起全世界人民的高度重视。对全球金融危机形成的根源必须用更高和更广的视野认真探究，不能只停留在金融领域的表象和产品与技术层面，不能仅局限于当前的危机来分析危机。同时，必须切实加强全球性的协调配合，加快货币体系和金融体制改革。

1.必须科学设定各国货币总量控制标准并严格执行

货币信用投放的无节制，产能过剩、流动性过剩、债务过度，忽视生产而过度追求货币套利和金融炒作可能带来的好处，已经成为金融危机频发和不断加重的万恶之首。不能有效控制货币投放和信用泛滥，就不可能从根本上解决流动性过剩和爆发金融危机的问题。

现在，货币总量的控制实际上缺乏科学而明晰的标准，尽管很多国家确定了通货膨胀的货币中介目标，但通货膨胀一般说来只是货币总量变动的结果，其暴露存在一定的滞后性，因此就会使货币总量的调控存在被动性。而且以通货膨胀为中介目标，尽管单看每一年通货膨胀率可能并没有超出预定的目标值，但如果物价指数一直保持上升态势，在连续多年之后，总体来看，物价指数或通货膨胀率累计的变化仍可能是相当惊人的。更重要的是，在全球化背景下，国际资本可以跨境流动，而各国货币当局却只能控制本国的通货膨胀水平。当一个国家的资金大量外流时，为了抑制通货紧缩，该国货币当局往往会扩大货币投放。这样，尽管该国将通货膨胀控制在目标范围之内，但从全球的角度看，却可能引发资本流入地区过高的通货膨胀问题。2000年美国网络泡沫破灭之后，为了应对其对美国经济社会造成的巨大冲击，美国政府推出一系列优惠措施刺激房地产发展，同时大幅度降低基准利率，实施宽松的货币政策。特别是2001年“9·11”恐怖袭击、2003年伊拉克战争等诸多重大事件的发生，更推动美国投资环境不断恶化，在东南亚金融危机期间大量流入美国的国际资本，又开始大量流出美国，进一步推动美国扩大货币投放。这样，尽管美国的通货膨胀率并不高，但由于大量的美元流出，推动了全球化流动性过剩，刺激了新兴国家的发展，带动了大宗商品价格的攀升。今天，全球性流动性严重过剩，产生了严重的金融危机忧患，就说明这种缺乏全球统一协调的、主要以各国自己的通货膨胀作为中介目标的货币政策体系，是不够科学合理的，是难以抑制流动过剩的。

现在突出的问题是，在货币投放上，信用投放过度，社会负债过度，使货币总量难以有科学合理的界定，并因此而难以实施简单有效的控制。这里关键的问题就是贷款派生的存款还能不能再发放贷款？贷款的乘数效应是否应该严格限制？

银行的产生，金融业的发展，一个重要的原因和作用就是将社会闲散的资金集中起来，投入到最需要的地方去，从而充分利用社会资

源，减少资源浪费，创造最大的社会财富。但问题是，银行贷款属于间接融资，银行尽管可能依托吸收的存款发放贷款，但其发放贷款时却并没有对应的扣减或冻结初始存款人的存款。而贷款又会直接或间接地转化为新的存款，银行又可以据以发放新的贷款。如此循环往复，银行似乎可以创造无限的货币投放。这就必然使货币总量难以控制。

为了控制货币的信用投放，有的国家规定了对银行贷款占存款的比重的控制标准，但比率规定往往过高，而且金融机构往往可以运用各种金融领域的串通和技术手段（例如，信贷资产证券化、信贷资产信托化、信贷资产转让与回购等进行信贷资产转让，同时通过金融机构之间的资金拆借向购买方提供资金，变信贷资产为同业拆借）逃脱监管约束。例如，中国规定，商业银行贷款与存款的比率不得超过75%，但考虑到贷款与存款之间的转换关系，即使一开始贷款控制在存款的75%以内，但由于贷款可以转化为存款，如果将其转化的存款再按75%贷放出去，则相当于初始存款的56%。以此类推，则由贷款派生的存款最高可能达到初始存款的290%以上，形成信用的过度投放。

因此，必须严格限制贷款的乘数效应，原则上是贷款总额不能超过社会初始存款（即非贷款转化的存款，可近似地表示为存款总额减去贷款总额后的净存款）的100%，考虑到所有间接融资渠道都可能扩大货币投放，理应纳入货币总量控制。货币总量的长期目标也可以表述为广义贷款总额控制在广义货币总量的50%。其中，为了避免重复计算，吸收存款的金融机构在其他金融机构的存款不能计算到广义货币总量当中。当然，广义贷款总额控制在广义货币总量的50%是一个长期目标，在实际工作中可以做一定幅度的调节，即逆周期调节，但长期看应该严格坚持这个标准。

在控制货币信用投放环节，还有一个重要内容就是必须严格控制中央银行直接对政府透支或者直接购买社会债务。这样做，不仅容易

削弱货币当局的独立性，容易造成货币过度投放，而且使货币不是建立在实物和国际通用货币的担保抵押基础之上，而是更多地建立在政府或社会信用基础之上，也容易动摇货币的信用。

2.加快推进国际货币基金组织和特别提款权改革

布雷顿森林体系的建立，形成了以美元为中心货币的国际货币体系并运行至今。尽管1971年美国放弃美元与黄金挂钩，但布雷顿森林体系崩溃后，以美元为中心的国际货币体系并没有发生重大变化，美元在全球外汇储备中所占的比重一般在65%上下。这种以一个国家的主权货币作为世界中心货币的做法，实践证明是非常危险的，容易诱导货币发行国为了追求本国的利益而牺牲全世界的利益。全球金融危机爆发后，这个问题理应引起全世界的高度重视，必须建立新的国际货币体系和相应的国际金融秩序。

其中理想的目标就是设立一种不能受制于单一国家或地区的“世界货币”，并相应建立起负责“世界货币”发行、管理的世界中央银行，以及世界货币清算体系或组织，切实加强全球金融统一性监管，甄别和杜绝纯粹投机性金融产品及其交易，尽可能消除金融“监管天堂”和“避税天堂”，推动金融发展回归理性，为缓解全球性投资和贸易严重失衡问题创造条件。

当然，要建立统一的世界货币，取代现有的主权货币是非常理想化的，实际上也是很难做到的。可能的选择应该是加快推进国际货币基金组织（IMF）及其“特别提款权”（SDR）的改革，尽快将SDR改造成为可以计价、流通和储备的超主权世界货币，并将SDR更名为“国际货币单位”（International Monetary Unit，IMU），将IMF改造成为真正的基金组织，履行世界中央银行职责。这要特别借鉴欧元创立和运行的经验与教训。当然，欧元在运行过程中也暴露出深刻的问题，目前面临严峻挑战，但这同样为建立“世界货币”提供了宝贵的参考。这就要求必须加强全球的财政金融和货币政策的协调与统一。

值得研究的是，将IMF真正改造成为股份制的基金管理组织，鼓励各国将符合条件的储备货币资产或贵金属等转换成IMU，确定其对IMF的份额，从而大规模地扩充IMU，使其成为可以计价、流通和储备的世界货币，并按各国持有世界货币的份额配置IMF的投票权，建立类似企业股东大会、董事会和管理层的IMF管理体系，主要负责IMU的规模安排以及政策的制定与实施，从而解决现在以国家主权货币作为国际中心货币全球流通和储备，与该货币投放总量由主权国家独自调控的矛盾，避免单一国家或区域组织为了追求自身利益而过度投放货币，使“世界货币”的垄断利润为基金投资人共有。同时，要相应地建立IMU集中统一的跨境清算体系。

建立新的国际货币体系和相应的国际金融秩序是非常复杂和艰巨的任务，面临很多重大挑战，特别是来自现有国际储备货币发行国的阻力。但这又是非常有意义的。必须看到，这是人类社会健康发展的共同需要。此次百年一遇的全球金融危机的爆发，为建立新的国际货币体系创造了非常难得的机遇。我们应该抓住机遇尽快启动此项根本性工作，而不能停留在现有体制的修修补补上，必须加快推进全球经济金融体制和发展模式的改革。

3.建立严格的中央银行集中清算体系

如前所述，没有中央银行介入，完全由商业银行相互开立账户进行跨行资金往来清算，很容易在清算过程中自动增加流动性。这一点在目前国际清算业务中表现得尤为突出，容易造成“外汇储备自动倍增流动性”效应。因此，应该尽快建立严格的中央银行集中清算体系，即不同的商业银行之间的资金清算，都应该通过中央银行集中办理，而不得通过相互之间开立的账户直接办理。

从长远来看，可以考虑建立全球集中统一的国际清算体系，杜绝流动性在清算过程中的隐形扩张。

4.配套推进相关的改革

一是要对金融产品和交易进行甄别及有效控制。按照金融服务实体经济发展的标准严格审查各种金融产品和金融交易，凡不利于促进实体经济发展或无关于对冲既有资产负债风险（纯粹投机性交易）的，都要严格控制。要鼓励有效的金融创新，但对那些纯粹用于金融体系内部投机炒作和规避金融监管的产品与交易则要严格控制。对惯于通过信用扩张、提高杠杆率进行套利的影子银行体系必须严加管控，而不能放任自流。要扩大金融监管覆盖面，切实增强金融机构和金融交易透明度，加强对消费者利益的保护，加大对金融欺诈行为的惩罚力度，限制相关领域人员的相互流动，避免相互串通舞弊行为。

二是要适应全球化要求，尽快统一全球财税金融政策和监管要求。现在经济全球化已经达到很高的水平，国际资本在全球的流动相当自由和便利，但财税金融的政策与监管的统一协调却远远滞后于全球化的发展。不同的财税金融制度和监管力度给国际资本的投机提供了便利，又迫使各国不断降低税收和金融监管力度，形成恶性循环。这种状况应该尽快扭转。

目前，国际上已经开始着手推动巴塞尔协议Ⅲ（Basel III）的实施，建立全球化的宏观审慎监管体系，并开始确定“全球系统重要性金融机构”（G-SIFIs）的名单和统一的监管办法，这是一大进步。但也要看到，仅仅停留在对金融机构的监管上是不够的，必须上升到对货币政策和财税政策当局的监控，必须从源头上严格控制货币总量。

三是主要经济体（如G20），特别是发达国家（如G7）更应该担负起国际责任，加快政策调整，挖掘发展潜力，有效应对危机的冲击。现在仅仅停留在扩大政府债务、扩大货币投放来应对危机是远远不够的，甚至是不负责任的。实际上，相对于发展中国家而言，发达国家，尤其是美国，面对危机和巨大且不断增长的公共债务，却依然保持了大量土地、矿产资源等没有开发，有大量高科技产品乃至军工产

品不肯出售，庞大的军费开支不愿意缩减，社会福利依然居高不下。这是明显不合理的，理应尽快调整相关的政策，切实推动社会改革，充分挖掘经济潜力，有效刺激经济发展，尽快降低负债水平，带动全球早日消除危机，走上健康、稳定的可持续发展之路。

---

1. 2011年发表于“王永利”微信公众号。

第二章
存疑的刺激性货币政策

美联储缩表真有那么可怕吗？㊟

美国货币总量调整，更多的是采用市场化的经济手段进行，不能完全以中国的做法和结果看待美联储的缩表行为。美国也不可能允许其货币总量出现超预期的大幅收缩。

2017年3月，美联储联邦公开市场委员会（The Federal Open Market Committee，FOMC）会议之后，美联储宣布将联邦基金利率目标区间提升25BP，同时还将缩减其资产负债表规模提上日程，准备循序渐进地进行缩减。这引起全球范围内的高度重视。有金融机构宣称，美联储加息再叠加缩表，是美国货币政策明显收紧的举措，将会造成美元流动性收紧和全球美元回流，全球金融系统将面临真正的压力测试，全球经济也将承受更大的压力。这一时曾造成市场恐慌，不少国家的货币政策已经或准备进行相应的调整。

但是，美联储缩表真有那么可怕吗？！

认为美联储缩表将对全球金融和经济体系产生深刻影响的逻辑假设是美元是当前的国际中心货币，美联储成为事实上的世界中央银行；美联储缩表意味着其基础货币的收缩，必然造成美元整体流动性更大幅度地紧缩，再加上基金利率提升，必然造成全球美元回流，这将进一步使拥有美元储备国家的储备减少、基础货币收缩，造成整体流动性紧缩。

这种逻辑假设似乎完全符合金融原理，无可挑剔，但实际上并非如此。

首先，必须清楚，央行资产负债规模的扩张与收缩是影响货币总量的重要因素，但并不是唯一的因素。

货币总量的变化，至少受到基础货币投放和货币乘数的双重影响。在基础货币投放扩大的情况下，如果货币乘数不变甚至提高，货币总量就会更快地扩张。但即使基础货币投放扩大，如果货币乘数大幅度下降，货币总量可能并不会有明显的增长。其中，货币乘数是影响货币总量非常重要的因素，决不可忽视，而且其本身也是会变化的，决不能默认为是一成不变的。

从实际情况看，2008年8月底美联储的资产负债规模不足9000亿美元，但到2009年3月末，已经超过2.1万亿美元，翻了一倍以上。之后，美联储进一步推行非传统的量化宽松货币政策，到2012年末资产负债规模突破4.5万亿美元，达到危机前的5倍。这让很多人十分震惊，认为美联储“不负责任，开足马力印钞票”，可能给美国乃至全球带来难以控制的恶性通胀和巨大灾难。但实际情况并非如此。

真实的情况是，在金融危机爆发后，为了避险，商业金融机构纷纷处置高风险资产，包括处置按揭贷款支持证券（Mortgage-Backed Security，MBS）等产品，并将资产尽可能地转移到安全的地方，例如，纷纷抢购国债，结果使短期国债供不应求，一个月、三个月期的国债利率因此出现负利率。在国债投资无路的情况下，则把资金大量从风险高的商业金融机构转存到中央银行，结果造成美联储资产负债规模被动地急速扩张（2008年末存款机构在美联储的存款仅为300亿美元左右，高峰时突破2.5万亿美元，到2017年3月末仍有2.35万亿美元以上），央行提供的存款利率不断降低。而商业金融机构则遭到存款挤提，流动性急剧收缩，贷款意愿和能力受到严重影响，货币乘数因此而大幅度下降，金融危机更加严峻。在这种情况下，如果央行不实施量化宽松的货币政策，及时足额地向金融市场投放流动性，完全可能造成金融市场的崩溃，后果不堪设想。

也正因为如此，美联储被迫打破传统，实施持续、大规模的量化宽松货币政策，大量收购包括国债、“两房”债券、MBS等产品在内的资产，直接向市场释放流动性，维持了金融市场的稳定，有力地抑制了金融危机的恶化。其中，由于商业金融机构增加在央行存款而造成美联储资产负债规模的扩大，并不是基础货币投放的增加，而且又大大抑制了商业金融机构贷款和派生货币的能力，因此，美联储资产负债规模的急剧扩张，并未出现人们原本极度担忧的货币严重泛滥，2009—2013年美国货币总量年均增长只在4.5%左右。

相反，在中国，全球金融危机爆发后，宏观政策快速调整，贷款迅猛增长，造成货币总量急剧扩张，2009年增长达到惊人的28%以上，2009—2013年年均增长达到18%以上，成为主要经济体中货币总量扩张最猛的国家。与此同时，央行资产负债规模从2008年末的20.71万亿元增加到2013年末的31.73万亿元，年均增长不足9%。这主要是因为中国跟美国的情况完全不同，在基础货币增加的同时货币乘数也在提升，造成货币总量更大幅度的扩张。

上述情况用事实告诉我们，央行资产负债规模的扩张并不一定导致货币总量更大幅度的扩张。同理，央行资产负债规模的收缩，也不一定会导致货币总量更大幅度的收缩。

其次，央行资产负债表的扩张和收缩是有条件的，并不是央行随心所欲的。

中央银行作为一个国家货币发行和管理的主体，其货币投放是不允许无偿分发或捐赠的，其投放货币的主要渠道和方式，是购买黄金等贵金属或者国际硬通货等价值储备物进行投放，即货币的投放必须有价值支撑，以便防止货币滥发。除此之外，央行主要基于维持金融体系稳定的需要，作为最后的贷款人，面向金融机构提供必要的融资，由商业金融机构面向社会提供贷款等资金支持。这会在贷款期限内虚增货币（贷款派生），贷款机构必须保证贷款质量，到期能够收

回。如果形成不良贷款，就要从贷款机构的利润或资本金中弥补。如果贷款机构的利润和资本金不能弥补损失，商业金融机构就会破产清盘，并可能影响其吸收的存款的兑付。

这样，就在发挥金融机构资金融通功能的同时，约束其滥发贷款并影响货币的质量。很多国家都以立法的方式强化中央银行的独立性，避免政府强行干预货币投放，并不允许央行直接面向社会提供融资，就是因为央行并不是商业机构，缺乏基本的财务约束，可以通过增发货币弥补损失，很容易造成货币滥发。

在这种情况下，即使央行通过购买储备物投放货币，也会受到储备物供求关系的束缚。在缺乏储备物的情况下，想购买也买不到。在央行投放的基础货币一定的情况下，央行主要通过调整利率水平调节社会资金需求，并通过面向金融机构的资金融通调节全社会的货币总量。央行向金融机构提供融资或者购买国债、MBS等资产后，如果想缩表，也不能单方面毁约提前收回资金，而只能到期收回不再续做，或者将债权转让出去，收回资金。因此，美联储尽管表明其准备缩表的意图，也宣布将是循序渐进的推进，主要方式也是在购买的国债等资产到期后不再购买。

除了央行采取措施主动缩表外，也可能因为金融机构大量提取在央行的存款等而被动缩表。但这种状况的出现，往往意味着金融机构面向社会提供融资的意愿增强，货币乘数可能提升，并不一定导致货币总量的大幅度收缩。

还需要指出的是，美国的经济体制和货币体系与中国还存在很大不同，美联储的资产负债结构与中国央行也存在重大不同（在中国央行资产负债表中，一方面冻结了存款性金融机构18万亿元左右的法定存款准备金，另一方面又向金融机构拆放资金8万亿元以上，占其资产总额的四分之一左右。中国央行要缩表，只需下调存款准备金率，并相应地收回拆借资金即可，而且这种调整并不会造成货币总量的收

缩，甚至还可能推动商业银行扩大贷款投放）。美国货币总量调整，更多的是采用市场化的经济手段进行，不能完全以中国的做法和结果看待美联储的缩表行为。美国也不可能允许其货币总量出现超预期的大幅收缩。

总之，央行扩表或缩表是受很多因素影响的，其中有的是主动所为，有的则是被动使然。同时，央行资产负债表变化与货币总量变化的关系更为复杂，不能认为是简单相关。可以说，美联储由金融危机爆发后的快速扩表，到八年后的现在开始逐步缩表，是其根据美国宏观形势变化做出的自然选择。对这种政策调整和变化，既要高度重视、积极应对，也不必过度恐慌并造成应对策略的过激调整。

---

1. 2017年4月29日发表于“王永利”微信公众号。

货币的演变与总量调控[注]

货币从实物货币转化为信用货币，完全摆脱黄金的约束后，又促进了融资和清算方式的发展与变化。其中，间接融资和记账清算的发展又使货币投放再度脱离央行控制，使货币总量调控更加困难。故在现有的货币体系下，必须严格控制各国的货币总量。

当今社会，货币越来越成为人们生活高度依赖、难以或缺的重要因素，正如俗话所说："缺什么都不能缺钱（货币）。"

但非常遗憾的是，当问到社会上的钱（货币）是怎么出来的，货币总量应该如何把握，很多人都会一下子愣住，甚至是在银行工作或从事货币金融研究的专家学者，也往往不能给予圆满的答复，很多时候听到的答案就是：那就是中央银行印出来的，是由央行控制的。而且当人们议论一个国家扩大货币投放时，一般也都形象地说"某某国家（或中央银行）开足马力印钞票"，电视在报道时，也都习惯于配以印钞机哗哗地印制钞票的画面以便增强视觉效果。但这实际上就是把货币等同于现金，在当今社会，这是很不准确的，很容易产生误导。

实际上，经过长时间和不断加快的演变，当今社会的货币以及货币体系已经发生了深刻变化，很多变化在给人类社会带来明显好处的同时，也产生了极其深刻的风险隐患。人们在极力追求货币发展带来的好处时，却忽视了其中可能存在和积累的恶果，以至于当风险暴露、危机爆发时，人们很少反思货币及货币体系本身存在什么问题，

并采取措施从根本上消除隐患，而是不断加码地运用本已产生问题的方法或手段，结果只能使问题进一步积累，最终必将产生难以控制的极端恶果。

2008年底爆发全球性金融危机，以及之后主要经济体力度空前的、大规模扩大货币投放，尽管使危机得到抑制、有所缓和，但货币总量的大规模扩张与经济持续低迷形成巨大反差，经济金融危机的阴影挥之不去，世界似乎面临更加严峻的挑战。这应该引起人们的高度警觉，货币以及货币体系作为其中一个至关重要的影响因素，已经存在极其严重的偏差和问题，非常值得引起高度关注和深刻反思。

货币的产生与实物货币的运行

当人类社会出现剩余劳动，并且不同的群体剩余劳动的品种不同，存在对其他品种的剩余劳动的需求时，就必然产生物品的交换。但在交通和通信不够发达、供需双方直接交流机会很少的情况下，直接的物物交换成功率低、成本高，又束缚了交换的发展。在长期的实践过程中，人们逐渐形成了定期相聚和交换的集市，同时逐渐形成了把一定的社会范围内人们最广泛推崇和愿意接受的物品作为交换中介或媒介，从而形成了作为一般等价物的货币的雏形。之后，在长期的实践过程中，人们将货币物品集中到贵金属上来，特别是黄金，曾长期成为世界范围内流通最广泛的货币物品。货币物品的统一和广泛流通，大大推动了交换的发展。货币物品也形成了作为交换的价值尺度、交换媒介、价值储藏手段等功能。此时的货币本身就是商品，因此也被称为“实物货币”或“商品货币”。

在这个阶段，货币物品首先是一种广受欢迎的商品，然后才是一种作为货币的特殊商品。因此，在非常长的时期内，货币物品都是民间掌控的，也缺乏统一的成色、形状、分量等标准，在交换过程中，也都需要验成色、称重量等，成本很高。于是，人们开始对货币物品

进行规制，形成了标明成色和重量的金锭、银锭，金条、银条，乃至金币、银币等，并标明印制厂家名称，强调其对货币物品的质量负有担保责任。这进一步发挥了货币的功能，推动了交换和经济社会的发展。但是，随着货币物品特殊价值的增强，人们对其的追求也就越来越强烈，正像有人所说的："谁拥有了黄金，谁就拥有了财富。"于是，在现实生活中，也出现了一些不良商家制作假冒伪劣货币物品的举动，影响了货币的信誉和功能的发挥。在这种情况下，国家统一规制和保护流通的法定货币应运而生，并逐渐取代了民间的货币，民间的货币物品需要兑换成国家法定货币才能流通。国家法定货币的出现，使货币物品更多地倾向于货币的功能和价值，而其自身的使用价值相应弱化，推动货币物品成长为真正意义上的货币。这也大大方便了货币的流通，推动了交换和经济社会的发展。

在实物货币阶段，货币总量的多少完全取决于作为货币的特殊物品本身的多少，很难出现人为扩张，即使存在一定程度的借贷活动也是如此。在货币物品一定的情况下，如果其他用于交换的物品扩大，货币的价格就会提高。反之，在其他用于交换的物品一定的情况下，货币物品的扩大，就会推动货币的价格降低。也就是说，货币与其他用于交换的物品之间的供求变化，会通过价格的变化达到平衡。当然，国家取得了统一规制和保护货币流通的权力，同时也就承担了保护货币质量和信誉的责任。如果管理不善，就会出现假冒伪劣的货币。

货币的进步推动了交换和经济社会的发展。但随着交换规模和范围的不断扩大，贵金属货币的不足也逐渐显露。于是，在以往金匠、银匠或者金币、银币铸造商收到金银之后出具的收据，或者金银币收储商出具的收据的基础上，人们开始尝试直接以这种收据代替金银实物进行转让，逐渐发展出以金银作为担保，可以转让流通，并可随时兑换成金银货币的票据，并进一步发展出以金银作为本位制，标明不同金额的纸币和贱金属辅币。纸币一般是印币商通过金银的收兑，按

照规定的标准印制并提交给兑换人，再通过他们购买其他物品或服务流通出去。通过人们用纸币兑换金银，回笼纸币。保留在社会上的纸币，就成为“流通中的现钞”。

纸币的出现和流通，是货币发展史上的一个重要演变，推动货币发展迈上一个新的台阶，大大降低了货币自身铸造，特别是运送、保管的成本。但与此同时，也推动货币与实物的分离开始起步，作为一种替代货币或“表征货币”，脱离货币实物。纸币本身的价值和使用价值很低，伪造的难度和成本也比实物货币低，甚至货币印制当局也因为其实际储存的金银不容易受到有效核查，而容易出现故意超量印发纸币的可能。这就给货币的超发或滥发留下了隐患。在纸币产生和流通之后，因货币泛滥、严重贬值引发社会动荡、政府垮台的事例也明显增多。

信用货币的产生和裂变

随着交换和经济社会的发展，货币的需求量不断扩大，但有些国家却面临金银严重缺乏的困扰，迫使其不得不放弃金（银）本位制，改为收储本国社会最需要的重要物资作为担保物来投放货币。同时，随着国际交往的发展，不仅商品，而且货币也出现了跨国之间的流通和储备，于是，收储外汇也逐渐成为越来越重要的货币投放渠道，外汇成为投放货币的重要担保物。而一个国家的货币要成为世界主要储备货币，就需要该国用这种货币大量对外投资、捐赠或进口物资等，但这又会使该国国内货币量大幅度减少，物资大幅度增多，造成通货严重紧缩，这又迫使其不得不扩大货币发行，结果必然突破既定的纸币与黄金的挂钩比率，一旦国外将其持有的该国货币集中拿到该国兑换黄金，必然造成该国货币危机。在多种因素的共同影响下，全世界的货币最后（以美国1971年放弃美元与黄金挂钩为标志）都废弃了金（银）本位制，货币彻底放弃了与金银等实物商品的内在联系，改为货币完全由国家主权和法律保护，以政府信用担保的“信用货币”

"法定货币"，也使金银等超国家主权货币彻底让位给"国家主权信用货币"。这是货币发展史上的一个非常深刻的裂变。

在废弃金（银）本位制后，世界各国货币总量的控制就失去了最直接、最明确的金银实物限制，如何合理地把握和控制货币总量，就成为货币理论和货币体系必须解决的问题。不少国家把保持币值稳定作为货币政策的首要目标，并为此设定了通胀/通缩的目标值作为货币政策的中介目标，高于通胀目标时要采取收缩式的货币政策，低于通缩目标时要采取扩张式的货币政策。有的国家还要兼顾经济发展、社会就业、国际收支等宏观指标。不少国家通过立法方式保护中央银行的独立性，强调政府不得直接向央行透支，以防止货币滥发。但是，在一个国家的货币是由国家主权保护，由政府信用担保的情况下，货币当局要保持独立性是相当困难的。在经济金融面临危机冲击或其他特殊情况时，政府完全有可能推动货币当局大规模扩大货币投放。也正因为如此，货币政策才成为与财政政策并列的两大宏观调控政策工具之一，赋予了政府或货币当局人为扩大货币投放的特权。长时间过度运用货币政策工具，成为货币超发、流动性过剩的重要原因。

在货币从实物货币转化为信用货币，完全摆脱金（银）的约束之后，又进一步促进了融资和清算方式的发展与变化。其中，间接融资和记账清算的发展又使货币的投放进一步脱离央行的控制，使货币总量的调控更加困难。

1.间接融资对货币投放的影响

随着货币的发展以及投资和贸易的发展，一种新的经济活动——"金融"也随之出现。在人类社会发展过程中，经常会出现一些人拥有剩余的财富得不到有效利用，而有些人急需这些财富投入生产或消费，但又没有用于交换的手段，于是，原始的物物借贷活动就出现了。随着货币的产生和发展，这些物物借贷活动逐渐转化为货币的借贷活动，表现为金银或资金的融通活动，简称为"金融"。与交换一

样，金融的发展同样有利于将社会闲散的财富投入更需要的地方，创造出更多的财富。也正因为如此，出借资金的人就获得了一份额外的回报——利息或分红。这也正是金融存在和获利的合理性与本源所在。

为了方便资金借贷双方达成交易，并合理确定和保护双方的权利义务，金融的具体方式和手段不断演变和发展，今天已经变得非常多样和复杂，但从是否影响货币总量的角度，可以区分成直接融资和间接融资两大类。

直接融资就是资金供求双方直接转让货币的所有权和支配权的融资方式，这也是人类历史上最早出现和保持的融资方式。这种方式可以提高资金利用效率，支持经济社会发展，却不会因为货币融通或转让而增加货币总量。直接融资很有意义，但却往往因为资金供需双方信息不对称、相互不了解，而使融资很难成功。

间接融资则是在原来的资金供求双方之间加入一个金融中介，拥有资金的人，将资金存放在中介机构，但仍按约定的条件享有所有权和支配权。而中介机构则按照约定的条件将资金借贷给需要资金的人，借款人即取得了在借款期限内的货币购买力，这就相当于中介机构向借款人发放了货币，形成了典型的货币“信用投放”。只有在中介机构收回融资时，这部分透支未来的货币才能消除。

相对于直接融资需要资金供求双方有充分的认知和信任，否则很难成功，间接融资则是由具有社会信任度的金融机构作为连接资金供给方和需求方的平台或中介，形成社会资金的聚散地，并由金融机构作为信用主体进行资金的募集和投放，成功率大大提高，有效推动了社会闲散资金的集中和向社会资金需求方的转移。但由于间接融资扩大了社会透支未来的规模，而且贷款又会转化为银行存款，银行又可以再发放贷款，由此形成贷款在货币投放上的“乘数效应”。“乘数

效应”如果得不到合理和有效的控制，就会形成过度的信用创造，引发货币恶性膨胀，引发严重的金融乃至经济社会问题。

间接融资的发展隐藏了一个值得高度关注的货币问题：银行贷款是一种商业行为，所产生的收益是归银行所有的，但贷款创造的货币却同样属于主权货币，同样是由国家担保的，这就产生了权益和责任的不对称，形成货币体系上一个重要的法理缺陷。这容易刺激银行扩大贷款，并利用贷款与存款内在的转化机制“空手套白狼”，过度追求规模扩张，追求更大的利差收入，结果却因此造成整个社会信用泛滥，货币过度投放。而一旦形成大规模的不良贷款，就会引发系统性金融风险，威胁货币信誉乃至经济社会稳定，政府就必须出面抢救，由此形成金融机构“大而不能倒”的局面。如果银行不能倒闭清算，则不良贷款可能因为坏账而核销（贷款减少），但由贷款而投放的货币却因为记录在银行存款账面上不会因此减少，就会形成虚增货币而无法收回。

2.记账清算对货币投放的影响

长期以来，人类社会的交换，无论是物物交换还是钱物交换，都是一种实物交割清算方式。但随着银行的出现和发展，人们越来越多地将货币（资金）放在银行，需要支付时，则通知银行从其存款账户中扣账，直接转入收款人在银行的存款账户，从而将货币实物清算方式转变为银行记账清算方式。这大大提高了货币清算的效率，降低了货币实物的印制和清算成本，不断压低了现钞在社会货币总量中的比重，而且推动社会闲散资金从源头上就高度集中到银行，有利于社会闲散资金的充分利用，促进了经济金融和社会的发展。随着记账清算的发展，即使是中央银行购买货币储备物投放基础货币，也不一定需要直接投放现钞，同样可以大量地通过记账方式直接转入出让货币储备物的人的银行存款账户，加之间接融资的发展，就使货币投放更多地从现钞实物投放转变为银行记账投放，货币也就更多地从现钞实物

货币转变成为银行存款，表现为“记账货币”。随着信息科技的发展和在金融领域的广泛应用，银行存款的载体也从存单、存折发展到存款卡、信用卡以及电子账户或网络账户等，货币也相应地表现为电子货币、数字货币、符号货币等。现在，世界各国的货币总量中，现金所占的比重都在个位数以下，发达国家甚至都在3%以下，并且整体上都呈现进一步下降的趋势。也正因为如此，现在讲到货币时，如果只想到现金或现钞而没有想到银行存款，是远远不够的，是不准确的。

由于记账清算的发展，就使货币的所有权与货币的实际持有权发生了分离，无形之中增加了社会的债权、债务规模，增强了存款类金融机构的资金实力和资金汇划清算的收益能力，扩大了金融发展的深度和广度。

3.上述因素进一步交互，产生更大的影响

信用货币、间接融资、记账清算相互关联、相互促进，推动货币在信用货币的基础上，进一步发生更加深刻的裂变，其在进一步降低货币印制和流通成本，提高货币清算效率，创造和满足货币需求，推动经济社会发展方面产生了极大的作用，但这也使货币投放和总量控制面临严峻挑战。

一是央行货币投放的功能被从事间接融资的金融机构挤占。在货币从实物货币转化为信用货币之后，原本更应该强调国家的主权和央行对货币投放的控制。但随着间接融资和记账清算的发展，金融机构通过间接融资投放的货币规模不断扩大，而央行通过购买货币储备物投放的货币在整个货币总量中的比重不断下降，这使央行在货币总量控制上的主动权和控制力受到制约。

二是随着货币储备物对应的货币在货币总量中的比重下降，货币存在贬值的压力，社会面临通胀挑战。在金银实物货币或金（银）本位制下的纸币主要是由发行人通过收兑金银投放的情况下，货币一般

不存在超发现象。但随着间接融资的发展，货币的信用投放不断扩大，货币储备物对应的货币在货币总量中的比重不断下降，客观上就存在货币贬值、通货膨胀的可能。

三是外汇储备对货币的影响不同于一般的境内货币储备物。随着国际贸易和投融资的发展，越来越多的国家需要收兑外汇并相应地投放本币，外汇储备成为越来越重要的货币储备物。但与境内收储的货币储备物不同，外汇要么来自境外投/汇入，要么来自出口创汇。前者是在境内没有增加物资的情况下，通过购汇增加了流通中的货币总量。后者则更是先将境内物资出口境外，再将换取的外汇换成本币，不仅增加了流通中的货币总量，而且境内的物资还进一步减少。这样，通过收储外汇投放货币，都会增大货币贬值、通货膨胀的压力。

四是扩大货币投放、推动货币贬值成为刺激经济发展、重新分配社会财富的魔法杖。在没有金银实物约束，货币更多地可以通过信用投放的情况下，扩大货币投放不仅容易做到，有利于满足社会投资和消费资金需求，而且还有利于推动货币贬值，刺激投资和消费发展。同时，货币贬值意味着社会原有的货币性资产无形之中就会缩水，其代表的财富被重新瓜分，却又不容易被社会广泛了解和抵抗。这种通过扩大货币投放、推动货币贬值进行社会既有财富的重新分配，并通过大规模的资本运作抢占其中的大部分财富，可能推动金融过度发展，并吸引更多的人才和资本投入金融领域。但这种发展却违反了金融为实体经济发展服务，有效聚集社会闲散资源，投入到最需要的地方，创造出新的更大的财富，进而分享一部分成果的生存宗旨和法理性，容易导致金融脱离实体经济，甚至损害实体经济而虚假繁荣，最后走向自我毁灭。

国际货币体系的变化与影响

信用货币、间接融资、记账清算等方面的发展，不仅使一个国家的内部货币体系发生深刻裂变，而且也推动国际货币体系发生深刻变化。

在金银实物货币或金银本位制纸币体系下，国际流通的是超国家主权的金银货币，受各国政府人为干预较少。但在金（银）本位制被遗弃之后，世界上综合实力和国际影响力最强的国家的信用货币就取代了金银，成为世界中心货币。这种以世界最强大国家的主权信用货币作为中心货币的国际货币体系也就带来了新的问题。

1.世界主要货币所谓的“流出”和“回流”存在假象

一个国家的货币要成为世界中心货币，最重要的是成为世界上最主要的储备货币，即本国货币要大量为境外所有。这首先需要扩大对外投资、贷款、捐赠或援助，以及扩大国际贸易逆差等途径输出货币（从表面上看应该是货币流出），保持较大规模的一般性国际收支逆差。但是在记账清算方式下，这些一般性国际收支逆差表面上看是一个国家的货币（如美元）流出国境，实际上仅指这些货币的所有权的流出，真正的货币仍然停留在发行国的金融机构中，并没有实际流出，只是因此增加了货币发行国的对外债务。而得到这些货币并形成外汇储备的国家，并不能以现钞方式拿到本国，从一开始就只能以存放货币发行国清算机构的方式获得，之后也只能以存款或购买该国债券等方式进行摆放，表面上看似乎是货币回流，给世人造成了认识上的假象。要减少这些外汇储备，只能通过对外投资或扩大进口等方式。正因为在记账清算情况下货币并没有真正流出，所以外国拥有的美元储备越多，意味着美国的外债越多，但美国金融机构的资金实力却越强。

2.形成“外汇储备倍增流动性”效应

在记账清算情况下，世界各国的外汇储备实际上并没有真正从货币发行国流出，没有减少该国实际的流动性。但获得外汇的国家，一般都需要将外汇兑换成本国货币投入使用，却会因此增加流动性。这样，从全球整体角度看，就形成了“外汇储备倍增流动性”效应。

在全球化加快发展，全球投资和贸易不平衡客观存在，外汇储备总额不得扩大的情况下，“外汇储备倍增流动性”效应必然造成全球流动性过剩乃至泛滥。

3.以一个国家的主权货币作为世界中心货币使全球货币总量难以有效控制

在记账清算体系下，一个国家的主权货币要成为世界中心货币，就必然会扩大该国的外债规模。为了减轻巨额债务压力，并通过推动货币贬值提高出口竞争力，重新分配既有的以该国货币标识的财富，很容易推动该国扩大货币投放，推动利率降低和货币贬值。这种以强国主权货币作为世界中心货币的现状，使国际货币的好处过于集中到货币发行国，容易诱发其过于追求本国利益而置全球利益于不顾，理应得到国际社会的有效控制。但这恰恰与世界中心货币属于强国货币相悖。在世界上一国独大，缺乏有效制衡的情况下，该国货币发行仍属于其本国主权，实际上难以得到国际社会的有效监督和控制。在全球化已经进入很高的程度之后，世界缺乏统一的世界货币，世界各国货币政策难以有效协调，很容易出现竞相扩大货币投放、压低本国货币汇率，形成“货币战”“汇率战”和“劣币驱逐良币”现象。

4.面对危机，政府为了救市很容易扩大货币投放

在全球化进程中，金融和资本流动的全球化最为明显。一旦人们发现某个国家或地区成为好的投资目的地，往往就会吸引大量国际资本投入，并推高该国资产价格，催生并聚集经济金融泡沫。而一旦风险暴露，国际资本往往就以更快的速度撤离该国或地区，很容易造成

该国或地区爆发金融危机乃至经济危机。而一旦出现危机，所在国政府往往就会进行救市干预，并主要运用宽松的财政政策和货币政策，这势必扩大货币投放，扩张流动性。政府为了应对危机扩大投放的货币，理应在危机过后收缩回来，减少人为干预留下的后遗症。但在现实生活中，为了应对政党选举或维护执政权等，各国政府往往只愿意做加法，不愿意做减法，只愿意推动经济增长，不愿意接受经济下滑。结果从全球整体角度看，就会使全球投资和货币总量不断扩大，从而积累和引发程度更加严重的金融与经济危机。

货币体系改革的设想

在人类社会发展历程中，从各种实物货币的产生到金银货币的集中，从金银实物货币到金（银）本位制下的纸币流通，再到脱离金（银）本位制的纯粹信用货币的流通，又到信用货币在多种因素推动下更加深刻的发展和裂变，货币的产生和发展绝对可以说是一大奇迹。它在推动人类社会发展过程中发挥了极其重要的作用，而且其影响力还在不断加大，但货币本身的发展变化也出现了难以把控的裂变，在给人类社会带来极大财富的同时，又给人类社会的发展埋下了严重的隐患，成为当今社会各类经济金融危机频繁爆发的根源所在。这必须引起世人的高度警惕，并尽快采取联合行动，尽可能消除隐患。

在经济金融全球化已经高度发展、全球化趋势不可逆转的今天，全球急需建立和强化一体化治理的体制机制。从全球货币体系和金融秩序角度看，以下两个层面的改革可能在所难免。

1.打造超国家主权的世界货币及相应的货币体系

实际上，货币由金银实物货币转化为法定的国家主权信用货币，以及以国家主权货币充当世界中心货币存在深刻的问题早已被精明的经济学家所意识到。20世纪70年代英国经济学家哈耶克就曾提出了

“货币非国家化”或“超主权化”的理念。2008年全球金融危机爆发后，以主权货币充当世界中心货币存在的问题更是引起广泛的注意，中国人民银行行长周小川就曾提出打造超国家主权的世界货币的设想，包括我本人，也发表文章提出了相似的建议。但是，在当今社会仍是多个主权国家普遍存在的情况下，特别是在联合国组织的作用难以充分发挥的情况下，打造超国家主权的世界货币，建立相应的全新的货币体系，改变长期运行的货币体系，挑战现有的国际国内利益格局，必定是非常复杂、非常困难的。因此，即使“货币非国家化”或“超主权化”的理念早已提出，但却难以得到实现。即使欧元区在统一货币方面做出了重要尝试和贡献，但由于国家主权以及财政政策很难统一，欧元作为跨国的区域化货币在实践中也面临诸多挑战和矛盾，甚至有人对其生命力都产生了怀疑。也有人设想再次恢复以黄金作为世界货币，但历史的发展不能倒退，这同样是难以实现的。现实表明，没有全新的思维和根本性的创新，仅在现有格局上进行改造，很难打造出超国家主权货币和相应的货币体系。

值得庆幸的是，2008年全球金融危机爆发之后，非金融专业人士的互联网专家推出了全新的互联网货币——比特币（Bitcoin），为打造超国家主权货币做出了具有开创和启蒙意义的重要尝试。

仔细观察比特币，其创造者［署名中本聪（Satoshi Nakamoto）］非常重视模仿黄金作为世界通行货币的特质来打造一种非人工干预的、广泛流通（不局限于特定互联网平台和国家）的互联网货币。

首先，比特币不是直接用现有的法定货币（如美元）就可以买到的，最初始的比特币首先是由网络游戏者在比特币软件游戏中挖矿获得的。这就好像金币，首先需要人们从大自然中挖掘、提炼、加工出黄金，然后按照规定的流程和规格制作成金币，或者用黄金兑换成规定的金币。

其次，就好像黄金在自然界的储量是有限的一样，比特币总量也是有限的。作为网络货币，比特币生成的上限时间和上限数量是被设定的固定值，到2140年全部比特币被挖掘出来，总量为2100万个（当然，比特币具有很强的可分割性，每个比特币可以根据实际需要进行数字切分，最多至10^8份）。

再次，每一个比特币的产生、交易和流通，都是利用电子签名方式，通过P2P分布式网络记录并通告全网，不仅能有效防范比特币被伪造，从而保证该货币的信誉，而且可以保证比特币只能被真实的拥有者转移或支付，防止被盗用或冒领，还有利于保护货币交易和流通的匿名性或隐私权。

最后，也是最重要的，就好像黄金的多少不能完全由人或政府任意干预的一样，比特币的产生完全是由开源的复杂系统控制的，可以说没有实际的发行主体，是一种去中心化的货币体系，特别有利于避免人为干预货币数量的产生，保证货币的独立性和稳定性。正像黄金一样，比特币更是一种超国家或地区主权货币，成为网络中的数字黄金货币。

与比特币代码一道问世的一篇500字的文章中，中本聪表示，创造比特币的动机是对金融危机感到愤怒："常规货币的根本问题是维持其运作所必需的信任。人们必须信任央行不会让这种货币贬值，但是不兑换纸币的历史则充斥着对这种信任的背弃。"2008年全球性金融危机爆发后，法定的国家主权货币遭到诟病，黄金则因其在历史上曾长期作为世界货币而引起不少人的怀念和推崇，黄金价格一度大幅度上涨。可以说，比特币正是在这种特殊背景下被催生出来的。

比特币从产生到现在，历史还很短，在实践过程中也暴露出不少问题，引起了很大争议。

（1）比特币的高匿名性可能难以达到政府或国际反洗钱、反恐怖、反偷税、反贿赂等方面的要求。

（2）比特币总量锁死，很多人担心这难以适应经济发展的需要，容易引发通货紧缩。

（3）有人认为这种网络虚拟货币实现了货币的去中心化（去央行化），也就失去了国家信用的支持，束缚了货币政策作为两大宏观调控政策之一的功能，不利于币值和物价的稳定，而且这种全新的货币要挑战既有的国家主权货币，也容易受到货币当局的排挤。

（4）这种货币对互联网及系统的安全性、稳定性高度依赖，也存在一定的风险隐患，等等。

实际上，要冲破现有的货币理论、货币体系和利益格局的束缚，打造一种全新的、去中心化、主权化的国际货币，建立相应的游戏规则和货币体系是非常复杂和极具挑战的，也不可能是一蹴而就的。比特币在这方面做出了大胆尝试，很多理念和做法很有创意，尽管在实践过程中还有这样那样的问题，但其探索和创新的意义值得充分肯定。如果在认真分析总结比特币的基础上，能够制定出为世界广泛接受的、科学合理的货币产生、发行和总量控制的游戏规则，并通过技术的、系统的手段确保游戏规则能够真正得到落实，避免政府或个人的人为干预的互联网货币，完全有可能进一步发展成为像黄金那样，覆盖线上和线下的超主权世界货币。形成非国家化货币体系，是从根本上消除现行国家主权信用货币体系存在隐患和问题的根本之策。

2.在现有货币体系继续存在的情况下，必须严格控制各国货币总量

在超主权货币体系难以在短时间建立并运行，现有货币体系仍会继续存在的情况下，有必要认真研究货币总量的把控标准，严格控制

各国货币总量，避免信用泛滥。

2008年全球金融危机爆发之后，国际金融监管明显加强，巴塞尔新资本协议以及全球系统重要性金融机构监管要求的推出，强化了对金融机构信用扩张的控制。但是，非常遗憾的是，迄今为止，各种金融监管措施的落脚点都落在了金融机构身上，而并没有落在货币当局和各国政府身上，并没有把货币总量的科学界定和严格把控作为重中之重。甚至在金融危机爆发后，金融机构被迫降低杠杆率、收缩信用投放的情况下，货币当局反而冲到前台，实施非传统的量化宽松货币政策，直接向市场释放流动性，扩大货币投放，扩张社会货币总量。这显然非常容易造成全球货币总量严重失控，必须加以规范。

从货币发展历史和实践经验我们知道，在实物货币和直接融资情况下，货币是很难超量投放的。但在信用货币和间接融资情况下，货币总量就越来越难以有效控制，关键的问题就是，间接融资是一种透支未来、当期受益的信用投放。对其不加约束，很容易导致信用泛滥和货币超发，从而引发流动性过剩和金融危机爆发。因此，对货币总量的控制，理应重点控制货币的信用投放。

为了控制货币的信用投放，曾有不少国家都规定了对银行贷款占银行存款比例（贷存比）的控制标准。例如，中国规定商业银行贷款不得超过存款的75%。但考虑到贷款与存款的转化关系，这些控制比例的规定往往过高（以75%为例，如果充分用足，100元的存款最高可通过贷款派生出不少于290元的存款），而且金融机构往往还可以通过各种金融领域的串通和技术手段实现存贷款的表内表外转换，即通过“影子银行”模式逃避贷存比监管。有些国家在储蓄率很低、金融机构存款占比很大的情况下，干脆放弃贷存比限制，只考虑银行流动性和资本充足率等，间接制约银行贷款的扩张，则其信用投放更难有效控制。

在没有清晰客观的货币总量控制目标的情况下，世界各国货币当局都把保持币值稳定作为控制目标，并设定了通货膨胀或通货紧缩的中介目标值。但由于通货膨胀（紧缩）只是货币总量变动的结果，其暴露一般都有一定的滞后性，因此，难免使货币总量的把控存在被动性。而且，在现实生活中，人们一般都愿意保持一定的通货膨胀率，而不愿意看到通货紧缩发生。因此，在现实生活中，货币政策目标一般都成为“有控制的通货膨胀目标”。如果每一年都保持在通货膨胀目标的高限，连续多年之后，累计的物价上涨也可能是相当惊人的。更重要的是，在全球化大背景下，国际资本可以跨境流动，而各国货币当局却只能控制本国的通货膨胀水平。当一个国家的资金大量流出时，为了抑制通货紧缩，该国货币当局往往会扩大货币投放。这样，即使该国没有突破通货膨胀目标，但从全球角度看，却可能造成货币过度投放，引发严重的通货膨胀问题。因此，对货币总量的控制目标有必要重新进行思考。

这里关键的问题是如何科学合理地控制间接融资的发展。理论焦点问题是：贷款派生的存款还能不能再发放贷款？贷款的乘数效应是否应该严格控制？

我们知道，银行的产生，金融业的发展，一个重要原因和作用就是将社会闲散资金集中起来，投入最需要的地方，创造出新的更多的社会财富，减少资源浪费。因此，吸收存款、发放贷款是必要的、有益的。但正因为银行贷款属于间接融资，贷款与存款可以循环往复，如果不加以限制，可以创造无限的货币投放，因此，又必须严格控制贷款的乘数效应。

如果可以把银行吸收的初始存款视为社会闲散资金，则从道理上讲，贷款最多不能超过初始存款的规模，否则就会形成超额信用投放。这样，严格讲，货币总量的控制标准就应该是贷款总量不超过货币总量的50%。考虑到所有间接融资都会扩大货币总量，理应都纳入货

币总量的控制范围，因此货币总量长期的控制标准可以表述为广义贷款总量控制在广义货币总量的50%。

按照上述标准，目前世界各国货币总量可能都已经严重超发。严格实施这个标准，意味着要大量收缩货币投放，这在目前全球经济低迷，很多国家经济下行和社会就业压力很大，人们普遍倾向于实施刺激政策的情况下，可能很难为人们所接受。但我们必须看到，经过此前发展中国家改革开放，吸引大量国际资本和产能流入，带动30年全球化大规模高速发展之后，全球性的流动性过剩与产能过剩已经非常严重。1997年亚洲金融危机以及2008年全球金融危机的爆发，证明现在世界经济金融已经走过头了，危机正在不断聚积和加重，不进行深刻变革，继续按照以往的思路和做法加以维持，将面临更加严峻的风险和危机。因此，必须承受改革的痛苦和挑战，尽快完善办法，推进改革。当然，广义贷款总量控制在广义货币总量的50%，是一个长期控制目标，在实际工作中，可以在此基础上规定一定幅度的调节区间，作为货币政策的实施空间，实施一定范围的逆周期调节。但从长期来看，应该严格坚持这个标准。为此，需要加强国际社会的合作，像巴塞尔新资本协议一样，确定国际的监管办法，明确定义广义贷款和广义货币所包括的范围以及过渡期的安排等，并认真推动实施。

---

1. 2015年2月3日发表于“王永利”微信公众号。

揭晓五大央行的资产扩张注

2007年以来，除中国广义货币与央行资产的比例缓慢上升外，其他国家均明显下降。这反映危机爆发后，中国金融机构去杠杆化并未发生，社会杠杆化快速提升。但投资和扩大杠杆拉动经济增长难以为继，对中国经济而言，真正的考验才刚刚开始。

主要央行资产负债规模的变动情况如表2-1所示。

表2-1 主要央行资产负债规模的变动情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
中国央行 / 亿美元	169139.80	207095.99	227535.02	259274.89
美国央行 / 百万美元	905773	1236017	2120761	2355827
英国央行 / 百万美元	77763	98650	167311	246649
欧洲央行 / 亿美元	15079.81	20751.07	19030.24	20012.10
日本央行 /10 亿美元	111284.6	122770.9	122533.7	128710.5
	2011 年	2012 年	2013 年	
中国央行 / 亿美元	280977.60	294537.19	317278.55	
美国央行 / 百万美元	2787851	2908933	4066091	
英国央行 / 百万美元	245509	322831	403003	
欧洲央行 / 亿美元	27332.67	29627.12	22732.67	
日本央行 /10 亿美元	143021.9	158362.7	224189.8	

资料来源：各国央行网站

主要央行在这个阶段资产扩张的速度存在很大的不同。其中，2013年末与全球金融危机前的2007年末相比，中国央行为2.18倍，美国央行为4.49倍，英国央行为5.18倍，欧洲央行为1.5倍（2012年末相当于2007年末的1.96倍），日本为2.01倍。英美央行扩张最快，确实有“开足马力印钞票”的嫌疑。

主要国家广义货币的变动情况如表2-2所示。

表2-2 主要国家广义货币的变动情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
中国（M2）亿美元	403401.3	475166.6	610224.52	725851.79
美国（M2）百万美元	7474500	8204800	8511300	8822500
英国（M3）百万美元	1818287	2134355	2189351	2319258
欧元（M3）亿美元	8642000	9362000	9335000	9525000
日本（M3）10 亿美元	1038794.3	1047843.6	1068948.8	108978.4
	2011 年	2012 年	2013 年	
中国（M2）亿美元	851590.9	974148.8	1106524.98	
美国（M2）百万美元	9690000	10494000	11062200	
英国（M3）百万美元	2261255	2322665	2357539	
欧元（M3）亿美元	9724000	9741000	9831000	
日本（M3）10 亿美元	1113639.8	1142320.2	1181841.2	

资料来源：各国央行网站

注：M2是广义货币总量，M3=M2＋金融债券＋商业票据＋大额可转让定期存单等。

主要国家2013年央行资产规模及货币总量与2007年相比的对应关系如表2-3所示。

表2-3 主要国家2013年央行资产规模及货币总量与2007年相比的对应关系

	中国	美国	英国	欧元区	日本
央行资产	2.18	4.49	5.18	1.5	2.01
货币总量	2.74	1.48	1.3	1.14	1.14

资料来源：由笔者整理

从上述情况看，主要国家在这个阶段广义货币的扩张速度也存在很大不同，各国央行资产负债规模的扩张并不一定与货币总量的扩张保持同步。其中，英美尽管央行资产负债规模扩张很快，但其货币总量的扩张却并未超出常规。相反，中国央行资产负债规模的扩张尽管大大低于英美央行，但货币总量扩张速度却大大高于这两国，成为主要国家中货币总量增长最快的国家。目前，中国央行的资产负债规模和货币总量是全球最大的。2013年末，中国央行的资产负债规模相当于美国的1.27倍，中国广义货币总量相当于美国的1.64倍，而中国的GDP（56.88万亿元，约合9.3万亿美元）仅相当于美国（16.8万亿美元）的55.36%。2013年中国M2/GDP为194.55%，美国仅为65.85%。两者对比，相差非常明显。

主要国家广义货币与央行资产的比例如表2-4所示。

表2-4 主要国家广义货币与央行资产的比例

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
中国	2.38	2.29	2.68	2.8	3.03	3.49	3.6
美国	8.25	6.64	4.01	3.74	3.47	3.61	2.72
英国	23.38	21.63	13.08	9.4	9.21	7.19	5.85
欧元区	5.73	4.51	4.9	4.76	3.56	3.29	4.32
日本	9.33	8.53	8.72	8.47	7.78	7.21	5.27

资料来源：由笔者整理

从表2- 4的情况来看，2007年以来，除中国广义货币与央行资产的比例呈现缓慢上升态势外，其他主要国家均呈现明显的下降态势，

其中英国尤其突出。这反映出全球金融危机爆发后，中国金融机构去杠杆化并没有发生，金融机构信贷投放和货币创造能力没有受到削弱，整个社会的杠杆化反而快速提升。而其他国家金融机构去杠杆化比较明显，大量资金不是用于放贷，而是存入央行，迫使央行大幅度降低银行存款利率（甚至实施负利率政策），并大规模扩张资产负债规模，推动货币投放。

主要国家名义GDP年增长率的变动情况如表2- 5所示。

表2-5 主要国家名义GDP年增长率的变动情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
中国	14.16%	9.63%	9.21%	10.45%	9.3%	7.65%	7.7%
美国		1.66%	−0.02%	3.75%	3.85%	4.57%	3.42%
英国		2.39%	−3.06%	4.82%	3.45%	1.40%	3.53%
欧元区		2.49%	−2.78%	2.77%	2.95%	0.63%	1.01%
日本		−2.29%	−6.00%	2.39%	−2.44%	0.67%	0.90%

资料来源：由笔者整理

从上述情况看，2008年底全球金融危机爆发以来，西方主要国家经济在2009年普遍出现负增长，在采取措施救市之后，美英两国经济增长趋于稳定，基本能够保持在3%以上，欧元区和日本的经济增长仍显乏力，相当低迷。值得特别关注的是，中国在2009年实施大规模经济刺激计划之后，经济发展在高位水平止跌反弹，GDP超过日本成为世界第二大经济体和世界经济增长重要的“火车头”，但之后在货币总量持续保持13%以上增长速度的情况下，经济发展速度却呈现明显下滑态势，从2012年开始进入“7”字头发展区间，当前仍面临增长速度换挡期、经济结构调整期、前期刺激政策下滑期相互重叠带来的诸多矛盾和严峻挑战。实际上，不仅中国如此，自2012年以来，尽管美英经济有所好转，但包括“金砖五国”在内的新兴经济体发展速度普遍回落，不少国家面临滞胀考验，世界经济似乎呈现出此升彼降、整体低

迷的状态。如果按照不变价计算的实际GDP增长率来看，世界经济增长更加乏力。

主要国家2013年广义货币及名义GDP增长率的对比如表2-6所示。

表2-6 主要国家2013年广义货币及名义GDP与2007年的对比

	中国	美国	英国	欧元区	日本
广义货币	2.74	1.48	1.3	1.14	1.14
名义 GDP	2.14	1.16	1.13	1.14	0.93

资料来源：由笔者整理

GDP的变动似乎与广义货币总量的变动具有明显的相关性，当然，总体上GDP的增速低于货币总量的增速。其中日本的情况较为突出，在货币总量有所扩张的情况下，GDP并没有增长，反而有所萎缩。

需要关注的问题如下。

（1）在金融危机、经济下滑的情况下，金融机构和经济主体很容易加快去杠杆化，从而引发通货紧缩。此时需要央行加大货币投放，填补流动性缺口，舒缓通货紧缩压力，但此时央行资产负债的大规模扩张并不一定能带动货币总量的同步扩张，相应推动经济产量的同步增长。因此，面对危机，更需要关注的不是央行资产负债规模的扩张，而是货币总量的变化。

（2）在全球金融危机爆发近六年之后，世界经济仍然呈现此起彼伏、整体低迷的状态，目前不少国家仍然面临通货紧缩的压力。这是因为货币扩张存在滞后效应的正常反应，还是货币规模扩张的幅度仍然不够，或者是在全球存在严重的产能过剩、总需求明显不足的情况下，货币扩张的刺激作用是有限度的，完全依靠扩张货币并不能有效推动经济增长，值得认真分析、准确把握。

（3）在废弃金本位制之后，各国货币总量的调控主要是实现预定的通货膨胀目标，但是，世界经济是否能够长期甚至永远保持较高的增长，通货膨胀能否永远保持一个理想的水平？长期追求所谓的“温和式通货膨胀目标”，刺激投资和消费，可能造成产能过剩和总需求不足，进而使物价总水平难以上升。在这种情况下，坚持既定的通胀目标，持续推行刺激性货币政策，是不是合理的？

在全球金融危机爆发后，长时间实施强烈扩张性货币政策和财政政策，进一步扩大货币投放和产能建设，会不会在抑制眼前的金融动荡和经济衰退的同时，积累更加严重的危机因素，引发更加严重的全球金融危机和经济危机？

（4）在经济全球化，特别是资本流动全球化程度很高的情况下，各国货币政策却相当独立。各国货币当局都实施最有利于本国的货币政策，但这却可能引发各国竞争性的宽松的货币政策，进而引发市场价格以及经济行为的扭曲，并使宽松的货币政策推出容易、退出很难。这种状况与全球化发展不相适应，急需加强货币政策的国际协调。但如何尽快推动国际货币和金融体系改革？

（5）全球金融危机爆发以来中国经济金融发展的态势表明，持续依靠投资和扩大杠杆拉动经济增长难以为继，急需转变发展方式。可以说，对中国经济而言，真正的考验才刚刚开始，2018年的挑战将更加突出。在这种情况下，中国经济目标和宏观政策到底应该如何把握？中国金融改革和发展如何推进？中国经济如果进一步下滑，将对世界经济产生何种影响？

---

1. 2015年2月3日发表于“王永利”微信公众号。

仅靠刺激性货币政策难以抑制经济颓势[注]

世界经济正转入持续低迷的“新常态”，其增长和规模扩张已经难以维持危机前的水平，原来针对地球资源和社会需求有待挖掘与开发阶段的刺激性经济理论及发展方式已经不适用，急需寻找新的发展方式，形成新的发展理论和政策工具。

全球金融危机爆发和经济持续衰退的根本原因

要解决问题，必须首先找准问题的根源，对症下药。否则，病急乱用药，不仅可能治不好病，而且可能产生副作用，甚至导致死亡。因此，认真反思并准确把握2008年全球金融危机爆发和经济持续衰退的根本原因是非常重要的。

实际上，全球金融危机爆发和经济持续衰退的根本原因在于全球化高速发展之后，全球范围内总体上已经出现严重的产能过剩和流动性过剩，有效需求明显不足。

但是，全球化在带动世界经济和金融快速发展的过程中，由于人们追求利益最大化的本性和信息不充分、不对称的客观存在，世界范围内资本和产能的大规模投入与转移，不断造成一个国家或地区经济的快速增长和急速下滑，甚至造成或大或小的金融危机乃至经济危机。而每当遭遇危机，所在国家或地区都会用扩大投资或货币投放的方式来加以应对，进而使全世界整体的产能和流动性进一步扩张，过剩因素不断积累。资本的大规模流动也使金融越来越脱离实体经济发展而自我循环和扩张，并通过市场运作和货币贬值重新瓜分社会财

富，不断调整国家内部的利益格局以及全球范围内的利益格局，各国的国际地位也因此不断调整。全球化大潮带动的资本和产能在全球范围内的流动，不断产生着填平补齐的作用，充分挖掘世界范围内潜在的资源和需求，推动全球范围内的社会分工和经济发展，并不断缩小发达国家与发展中国家在经济体量上的差距。随着世界范围内的资源和需求潜力高峰已过，世界范围内的产能和流动性过剩日趋严重，最终于2008年爆发了百年一遇的全球性金融危机和经济大衰退，显示全球化带动的全球经济金融大发展已经走过头了，全球性产能过剩和流动性过剩已经非常严重。人口老龄化等问题更是加剧了这一趋势。

美国麦肯锡全球研究所发布研究报告称，在过去的50年里，全球经济规模扩大至原来的6倍，年均增长3.6%。其中有40%归功于人口红利。在过去的50年里，劳动力每年增长1.7%。但未来50年劳动力年均增长可能只有0.3%，全球经济增长可能只有2%，经济规模可能只会翻一倍，而这远不足以为福利制度和债务利息提供资金。

全球化推动经济发展的高峰已过，世界经济进入低增长时期，经济体之间更容易陷入“以邻为壑”的矛盾中，引发各类争端。

但是，令人遗憾的是，面对金融危机和经济衰退，世界各国以及国际组织仍然习惯于主张刺激性宏观政策，主要经济体纷纷扩大投资和货币投放，反而使产能和流动性过剩问题更加严重。金融危机爆发后大量能源、矿产等方面的投资已经形成新的产能，结果造成产能严重过剩而使价格大幅度下跌，不但没有推动世界经济增长，反而会使全球不可避免地要面对更加严重的金融危机和经济危机。

美国经济复苏是完全依靠量化宽松货币政策吗？

有不少人会说，美国之所以经济增长势头在全球独领风骚不就是依靠三轮QE刺激的吗？

确实，美国经济在2014年增长势头比较明显，其中连续三轮QE的实施发挥了重要作用。但QE的作用更重要的是抑制了金融和经济的动荡，维持了金融和经济的稳定。除此之外，美国经济复苏还有很多重要条件，主要包括以下几方面。

（1）美国在金融危机爆发后，全社会去杠杆化的力度非常大，尽管一度造成经济下滑、失业率升高，但也使很多低效率的资源占用被淘汰，推动了整个社会资源利用效率的提高。

（2）美国推动再工业化工程，通过各种优惠政策，刺激加工业、制造业的发展。

（3）页岩油、页岩气的技术进步加快了其开发进程，使美国从石油进口国转变成为石油出口国，扭转了美国的能源格局。

（4）美国计算机、互联网等新的技术国际领先，增强了美国经济的国际竞争力。

（5）其他国家经济增长乏力，债务风险显现，推动国际资本大量涌入美国，推动美国资本市场快速反弹，经济发展和社会就业明显好转。

相较美国，很多国家在危机之后去杠杆化的力度不大，甚至进一步提高杠杆。社会改革、产业升级等方面未见起色，过多地依赖资源开发、负债投资的模式，边际效益明显下降。在这种情况下，简单地套用美国QE方式，尽管可能暂时缓解一定的经济压力，但却进一步扩大了负债规模，积累了危机隐患，使未来更加困难。特别是在经济金融全球化程度很高的今天，世界各国的宏观政策相互影响，问题相互传染。在美国、英国实施大规模量化宽松货币政策之后，日本、欧元区等也一定会陆续推行QE政策，甚至发展中国家也会陆续推行。但这

种竞相推行宽松货币政策、不断压低货币汇率和币值的做法，从全球和长远看，到底是好还是坏，却往往没人关心。

实际上，面对全球化产能过剩和流动性过剩，没有社会重大变革，仅仅依靠刺激性货币政策是解决不了多少问题的，甚至还可能产生更加严重的问题。

应对经济调整新挑战，需要运用新思维、大举措

在人类社会发展的历史上，人们一直在努力提高生产力，满足人们不断增长的物质和文化需求。而提高生产力，从根本上就是增强人类对地球资源的索取和开发能力。人类社会总是不断改进社会制度，力求刺激和调动人们的生产积极性，解放和扩大社会生产力。各种经济政策和经济理论也都是注重于刺激生产和消费需求。在遇到金融危机或经济衰退时，都会采用刺激政策，扩大政府开支或货币投放。由此，也就形成了广泛应用的刺激性经济理论和发展方式。

实际上，刺激性的经济理论和发展方式适用的是地球仍有足够的资源有待开发，社会仍有足够的潜在需求有待挖掘，即使遭遇金融危机和经济衰退，也只是一种周期性的、短时间的问题，采取刺激政策、渡过难关，将赢得更好的发展。然而，现在世界经济发展阶段已经发生了根本性转变，地球承受能力和有效需求也就难以再大幅度扩大，世界经济增长和规模扩张已经难以再维持危机前的水平，原来适用于地球大量资源和社会需求有待挖掘与开发阶段的刺激性经济理论及发展方式已经不适用了，急需寻找新的发展道路、发展方式，形成新的发展理论和政策工具。这需要有新思维、大举措、大转变，需要全世界的共同努力。人类需要重新审视和正确定位自己的人生观、世界观和价值观：从注重对地球资源的索取，转化为加强对地球母亲的保护，强化节能减排，加大对可再生资源和地球外资源的开发利用；从过度追求经济增长和规模扩张，转化为注重经济发展的质量和效

益，注重社会就业和人均产值的提高；从鼓励高消费、高浪费、高负债，转化为鼓励适度消费、坚决杜绝浪费、严格控制负债；从注重扩大政府投资刺激经济增长，转化为更加注重教育、科研和社会保障；要合力推动全球一体化发展，深化全球财税和货币金融体系改革，调整和统一全球税费政策，联合打击腐败和违法行为，合理控制贫富分化。

---

1. 2015年发表于《环球财经》。

对美联储退出QE应该有准确的认识㊟

> 美联储推行QE并非必然产生货币泛滥。同理，美联储停止QE并不必然导致国际资本大量流出或回流美国。需要明确的是，美联储宣布停止QE，仅意味着其货币政策不再明显扩张，并不代表其资产规模和货币总量就会随之收缩。

美联储2014年10月29日发表的“联邦公开市场委员会”声明指出，将在10月底如期结束资产购买计划，即结束第三轮量化宽松货币政策。同时承诺，已经购买的资产到期后将继续用于投资，购买的国债将继续展期，并将在相当长的时间内维持当前联邦基准利率0～0.25%的水平。尽管全球市场对此早有预期，对其影响也提前开始消化，但这个声明仍引起全球范围的广泛关注。不少人都认为，美联储退出QE将对全球产生重大影响。甚至有人认为，在很多国家经济面临下滑的困境下，美联储选择此刻退出QE，是一种战略安排。

实际上，当初金融危机爆发，美联储打破传统推出量化宽松货币政策时，就曾遭到国际社会广泛诟病，很多人强烈抗议美联储不负责任地“开足马力印钞票”，肆意扩大货币投放、压低币值、降低利率，向全球债权人转嫁危机与损失，并对外输出通货膨胀和风险。现在，当美联储如期退出QE，不仅没有得到欢迎，反而再次遭到指责，亦有人再次上升到“国家阴谋论”加以解读，以便增强观点震撼力，很容易混淆视听、产生误导。确实，美联储无论是推出还是停止QE，都会对全球经济金融产生深刻影响。对此，值得客观分析，准确把握。

美联储推出QE实属无奈的选择

2007年美国次贷危机爆发，对美国房地产和金融资产证券化产品造成沉重打击，引发金融市场剧烈波动，强化了社会去杠杆化风潮，迫使美国政府和美联储采取一切手段进行救市，包括大幅度降低联邦基准利率、扩大美联储再贷款等，扩大货币供应，维持金融市场稳定。但2008年9月著名投资银行——雷曼兄弟宣布破产保护，引发更加严重的金融危机，并进一步蔓延成为全球金融危机，造成世界经济严重衰退。这造成美国投资环境急剧恶化，大量国际资本流出美国，投入新兴经济体，美国企业部门、私人部门去杠杆化进一步加强，境外机构大量地将原来存放在美国金融机构的资金转投到国债上或转存到央行，造成美国金融机构流动性枯竭，银行贷款严重收缩，整个国家呈现严重的通货紧缩局面。在传统货币政策工具已经枯竭、难以发挥有效作用的情况下，美联储被迫打破传统，直接出面购买政府和企业债券以及金融机构资产等，向社会注入流动性，实施QE。这实属一种应急措施，也是一种无奈的选择。如果美联储受制于传统束缚而不推出QE，在美国财政非常困难、政府债务居高不下、难以大规模扩张的情况下，美国的通货紧缩就将难以控制，就可能对经济金融乃至社会稳定产生极其严重的冲击，后果可能不堪设想。这也必将对全世界产生深刻影响，使这次全球金融危机真正演化成为类似“大萧条”那样的百年一遇的大危机。

美联储推行QE并非必然产生货币泛滥

美联储打破长期标榜和遵循的传统与原则，实施QE，本身就给全世界带来巨大震动，而且其力度也让人震惊。美联储的资产规模在2007年末刚刚达到9058亿美元，2008年末也只是达到12360亿美元。到2009年一季度，即超过2万亿美元，相当于2007年末资产规模的两倍以上。而且在第一轮QE之后，又接连推出两轮QE，规模不断加码。到2013年末，美联储资产规模达到4.066万亿美元，相当于2007年末的

4.49倍。按照传统的“货币乘数”思维和理论，央行资产扩张属于基础货币投放，其投放之后必然会形成数倍的实际货币增加量，因此，很多人非常担心美联储资产规模快速扩大，必然造成货币总量成倍扩张，进而造成货币大幅度贬值，市场利率明显降低，美元汇率下跌，并因此对外转嫁债务成本、输出通货膨胀和危机风险等。而且美元如果过度贬值，必然影响全世界对美元的信心，也可能导致美元丧失其世界中心货币的地位，给国际货币体系带来重大冲击。

但这种央行资产扩张必然造成货币总量更大规模扩张的思维和理论只适用于一般的市场环境，对于重大金融危机后严重通货紧缩的市场环境并不适用。美联储连续实施大规模的资产购买计划后，尽管其自身资产规模急剧扩张，但其广义货币总量并未出现人们想象的那种更大规模的扩张结果。2007年末美国货币总量为74745亿美元，2013年末为110622亿美元，仅相当于2007年末的1.48倍，年均增长不足7%。

实际上，货币总量的变化，不仅受到央行资产规模扩张、基础货币投放的影响，还受到社会去杠杆化程度、货币政策调整力度、货币政策传导效率等因素影响。因此，货币总量的变化与央行资产并不是保持固定比例同步变化的。

相对于GDP和CPI（居民消费价格指数）预期增长目标而言，美国货币总量年均增长7%，英国年均增长5%并不为过，应该说控制在合理的区间。而欧元区和日本货币总量年均增长2%，显然太低，存在明显的通货紧缩压力没有得到缓解，其央行的刺激力度显然偏弱，现在不得不加大货币政策刺激力度。中国货币总量年均增长超过18%，则显然存在货币增长过快的问题，也显示社会整体的去杠杆化没有发生。相反，还在不断增加杠杆，提高社会负债率，由此维持的经济增长实际上难以持续，现在已经进入调整期。

美联储推出或停止QE并不必然导致国际资本大量流出或回流美国

有不少人认为，全球金融危机爆发六年之后，美国和英国经济复苏呈现良好的势头，日本尽管从2014年开始实施极度宽松货币政策，一度曾推动经济增长明显反弹，但却后劲不足，前景一点都不乐观，欧洲大陆经济已经陷入持续低迷状态，新兴经济体经济增速普遍下滑，大宗商品价格也呈现下滑态势。此时，美国宣布退出QE，势必与绝大部分国家货币政策发生分化，导致大量国际资本流向美国，推高美元资产价格，美元有可能出现趋势性升值，其他货币则相应贬值，将对其他国家乃至全球市场产生深刻影响。

首先，这里需要明确的是，美联储宣布停止资产规模计划，只是意味着其货币政策不再明显扩张，并不代表其资产规模和货币总量就会随之收缩。2015年以来，随着美联储不断压缩资产购买规模，美联储资产规模和社会货币总量都持续保持小幅温和增长。美联储停止购买资产后，由于其承诺已购买资产到期后继续投资或展期，其资产规模不会马上收缩，而且随着经济增长和资本回流，以及美联储其他货币工具的运用，美国货币总量也不一定必然缩小。

其次，需要明确的是，国际资本的流动受到多种因素的影响，货币政策只是其中一个因素，而且货币政策作为一种宏观调控政策工具，往往需要随经济走势和资本流动进行逆向调节。

例如，1997年东南亚金融危机爆发后，大量国际资本转而投向美国，推动美国网络产业泡沫急剧聚集，通货膨胀明显增强，迫使美联储大幅度提高联邦基准利率，一度达到破纪录的6.5%。但随后网络泡沫于2000年10月破灭，对美国经济社会产生重大冲击，迫使美国政府大力扶持房地产业发展，美联储也从2001年初开始大幅度降低联邦基准利率，从6.5%一直降低到2003年6月的1%，创下当时的历史新低，努

力刺激社会投资和消费，维持经济增长。但随着“9·11”恐怖袭击和美国发动伊拉克等海外战争，美国的投资环境急剧恶化，大量国际资本集中流出，转投到已经加入国际贸易组织，进一步深化改革开放的中国以及其他一些投资环境更好、投资回报更高的国家。随着全球经济的发展，大宗商品的价格不断提高，全球性通货膨胀的压力逐渐波及美国，迫使美联储从2004年6月开始，重启联邦利率调高进程，到2006年6月，联邦基准利率回升至5.25%。大量资本外流以及国内利率水平升高，使美国房地产价格受到严峻挑战，到2006年9月，住房价格指数摸顶回落，原来大规模发放的次级住房按揭贷款（次贷）形成大量不良资产，并进而波及按揭贷款支持证券，在2007年引发严重的次贷危机，并进而引发2008年的全面性的金融危机。危机爆发进一步推动国际资本外流和境外金融机构资金搬家，迫使美联储启动量化宽松货币政策。由此可见，并不是美联储实施QE，才推动国际资本外流，而是因为危机爆发、资本外流等造成严重的通货紧缩，美联储才被迫实施QE。

相应地，现在也是因为危机后美国去杠杆化力度世界领先，经过一个痛苦阶段之后，经济在新的资源运用水平上重新开始运行。特别是美国页岩油、页岩气领先技术开发等，推动美国经济复苏势头明显好于其他国家，带动美国资本市场价格快速回升，美元汇率开始走强，从而吸引国际资本大量流向美国。也正是在具备条件的情况下，美联储才开始逐步收缩资产购买规模，并最终停止QE计划。应该说，美联储缩小和停止实施QE已经有一个充分的时间过程，全球市场已经为此做出应有的应对。现在如期停止实施QE，其可能产生的震动应该不会像有些人想象得那么可怕。

相反，如果此时美联储不按预期收缩和停止实施QE，而是继续其每月850亿美元的资产购买规模，则完全有可能推动美国资产价格更快上涨，吸引更多的国际资本加快流入，可能对全球市场和其他国家产生更大的影响。

必须保持货币政策的独立性并增强抵御冲击的能力

经过全球化长时间的发展，现在国际资本全球范围的流动更加通畅，规模更加庞大。但大规模的资本流动，也对世界各国货币政策的独立性和应对国际资本冲击的能力提出了很大的挑战。在这种情况下，世界各国既要适应全球化发展的要求，不断加强国际合作，努力推进国际金融、财税和货币体系等方面的改革，又不能放松对国际市场变化可能带来深刻冲击的警惕，不能放弃对货币总量和金融体系的管理与控制，必须采取措施保持自己货币政策的独立性，增强抵御国际资本大规模流入、流出可能产生冲击的能力，努力保持本国金融体系和经济运行的健康稳定。

从20世纪70年代开始，封闭落后国家纷纷推行改革开放，推动经济全球化快速发展，也带动世界经济高速发展。但经过这一轮全球化30年的发展，以及第二次世界大战之后世界人口的高速增长，现在，世界经济增长潜力已经消耗殆尽，潜藏的问题和风险开始暴露。2008年全球金融危机爆发，证明世界经济发展已经阶段性走过头了，产能过剩、流动性过剩和有效需求不足，使全球经济进入一个整体低迷、此起彼伏的新阶段。这将对全球以及各国经济发展带来新的挑战。

现在，世界主要经济体经济走势和货币政策取向正在分化。在美国从2014年开始收缩量化宽松货币政策的同时，日本却在实施力度空前的量化宽松货币政策，欧元区也在积极筹备和实施量化宽松的货币政策，发展中国家则纷纷提高基准利率、加强市场干预和资本管制等，抑制资本外流和货币贬值。在美国宣布结束QE3的第二天（2014年10月30日），巴西央行即宣布加息25个基点，将基准利率提高至11.25%。日本央行再次做出惊人之举，宣布将每年公债购买规模从目前的50万亿日元增加到80万亿日元，并将上市交易基金和房地产投资

信托的年度购买规模从目前的1.5万亿日元增加到3万亿日元。2014年10月31日，俄罗斯央行宣布加息，提升基准利率150个基点至9.5%。

面对复杂多变的世界形势，中国作为世界第二大经济体，必须保持冷静和清醒，立足国内、放眼世界，综合把握国际国内宏观形势变化，灵活运用宏观调控政策，稳增长、促改革、求发展，在保持中国经济健康稳定发展的同时，为世界经济发展做出贡献。

---

1. 2014年发表于《国际金融》。

第三章
中国经济先机

世界格局剧变，中国风景独好[注]

放眼全球，世界剧变之际，中国仍非常幸运和最有影响力，其在21世纪内综合国力赶超美国并非没有可能。可能已错过全球化高速发展战略机遇期的印度，由于其市场开放、互联网应用潜力无法与中国相比，所以其要赶超中国非常不易。

现在世界格局正在发生极其深刻的变化，各种矛盾错综复杂。在这种情况下，要对2017年全球经济形势，包括正在对世界格局变化发挥重要推动作用的中国的经济形势进行预测，其实非常困难。但一些基本的影响因素以及在其影响下宏观经济的基本态势，仍有脉络可循。

世界格局深刻变化，世界经济持续低迷

1.科学技术在进步，特别是互联网和人工智能技术加快发展，对经济社会的影响力不断加大

（1）人口素质的差距不断拉大。其中，人们需要学习和掌握的知识与信息非常多，高素质人口学习、研究和工作的压力以及劳动力培育的周期和成本也在加大，但其生育能力可能下降。而低素质的人口可能生育能力受到的影响较小，但越来越难以适应工作素质的要求，就业难度加大，培养子女的能力受到影响。这必然会拉大社会阶层的差距，激化社会矛盾，影响人口的增长。

（2）互联网的覆盖面和渗透率在快速提升，全球性的交通和通信更加通畅，资源的全球化整合和财富的重新配置程度已经很高，未来

在大趋势上也不可能弱化，而只能是不断强化。这也必然拉大世界范围内贫富差距和国家的地位分化，也会激化地域矛盾乃至影响国际关系。

2．刺激经济的传统思维和宏观政策只能延缓危机，而不能消除危机，甚至还在不断积聚危机隐患

随着全球化的发展，全球性资本和产能转移的规模越来越大，速度越来越快。大规模的资本和产能的进出，必然产生经济金融的大起大落，甚至形成金融和经济危机。面临危机挑战，各国政府最自然的选择就是加大救市和增长刺激力度，并最终体现为进一步加大货币和产能投入，相应地，带动社会负债规模不断扩大。这样尽管可能区域性、阶段性延缓危机，但从全世界范围来看，却是在积累更大的危机隐患。

在第二次世界大战之后，发展中国家陆续推动改革开放，为世界经济发展提供了巨大的、廉价的原材料和劳动力以及产成品销售市场，推动资本和产能大规模转移，在推动区域和全球经济金融加快发展的同时，也不断引发大大小小的金融和经济危机，乃至引发影响巨大的1997年东南亚金融危机，进而引发2000年10月网络泡沫破灭，世界经济进入整体低迷状态。之后，美国大幅度降低基准利率，大规模刺激房地产，并推动“次贷”产品和交易市场的发展，但2001年“9·11”恐怖袭击进一步推动资本外流。2001年底中国加入世界贸易组织，全面深化改革开放，大量国际资本和产能流入，推动经济加快发展，成为拉动世界经济新的火车头。紧随中国，印度、巴西、俄罗斯、南非等发展中国家也加快发展，推动世界经济重新反弹，大宗商品价格快速上涨。这又迫使美国从2004年6月开始不断提高基准利率，最终引发“次贷危机”，并进一步酿成2008年底的全球性金融危机。

全球性金融危机爆发后，20国集团联合采取力度空前的救市运动，大规模投放货币和扩大投资，有力地遏制了金融市场的剧烈动荡及其对世界经济的严重冲击，但也因此造成更大规模的产能和流动性过剩，积累了更加严重的危机隐患。

从2014年开始，危机之后大量投资的项目开始形成产能投入市场。在有效需求本来就严重不足的情况下，大量供给的投入使大宗商品价格急速下降，对依托原材料和产品出口支持的国家构成严重打压，国际资本随之大量转移并主要回流美国，全球经济发展格局再次发生明显变化。一些新兴经济体经济增长明显下滑，世界经济形势并没有得到预期的改观，反而使很多国家宏观政策调控空间趋于枯竭，政府和社会债务不断扩大，屡创历史最高水平。越来越多的国家实施量化宽松的货币政策，进入零利率乃至负利率状态。

3.第二次世界大战之后世界格局发生深刻变化，原有的治理机制不能很好地适应

苏联解体后，发达国家依靠其领先优势，在全球化资源整合与财富分配中获得更大的收益，并加快了本国经济结构的调整，制造业特别是普通加工业大量向发展中国家转移，收益也更多地向大型跨国配置资源的集团聚集，中产阶级的实力受到越来越明显的削弱，贫富差距不断拉大。

当发展中国家的国际影响力增强，特别是中国成为世界第二大经济体之后，世界的格局发生重大变化，全球资源的配置已不再完全受制于西方阵营。在平等的国际竞争中，西方阵营高税收、高福利的体制没有竞争优势，原来依靠高福利掩盖的社会矛盾开始暴露，社会阶层分化不断增强，反全球化的举动明显增多，国际性、区域性组织加快调整。其中，全球金融危机爆发以来，原来特别强势的七国集团几乎已经被二十国集团盖住。2016年英国脱欧已经对欧盟乃至欧元区产

生深刻冲击甚至连锁反应。美国大选结果似乎出人意料，反映出美国社会的深刻分化，并可能带来其全球政策的重大调整。这都反映出原有的社会治理机制已经难以适应世界格局的深刻变化。

4.世界人口增长和资源环境承受能力进入瓶颈期

第二次世界大战后，全球进入了一个相对稳定的发展时期，人口数量快速增长，劳动生产力和消费能力快速提升。但是，由于多重因素的影响，现在世界人口的增长越来越乏力，越来越多的国家进入人口低增长乃至负增长状态，全球人口再次出现高速增长的局面几乎不可能，而快速老龄化则成为很多国家的严峻挑战。

同样，生产能力和消费能力的增强，全球经济的高速发展，也使自然资源的消耗过猛，环境破坏严重，地球生态很多指标现在已经进入临界状态或超过极限，正在引发越来越严重的自然灾害。不转变发展方式，地球可能难以承受。

可以说，第二次世界大战之后全球化的发展，已经推动全世界的经济增长和好日子走过头了。全球金融危机爆发和经济持续低迷，意味着全球性产能和流动性过剩已经非常严重。在现有的情况下，传统经济理论和刺激政策难以奏效，全球范围的有效需求不足很难消除，世界经济将长时间处于“整体低迷、此起彼伏”的状态，贸易摩擦、地缘冲突、货币战争等在所难免。世界格局深刻变化，深层次矛盾不断暴露，危机隐患难以消除，反而可能更加危险。世界格局发生重大而深刻变化的分水岭已经开始显现，大变革将是21世纪最突出的国际事件，必须高度关注。

放眼2017年，全球经济整体下行压力依然很大，世界格局变化进一步加深，不安定因素依然很多。

中国处于调整转轨关键时期，经济下行压力大，但国际比较优势仍在增强

要分析中国经济的未来走势，必须首先弄清楚中国前十几年高速发展的主要推动因素及其发展变化。

进入21世纪，中国经济高速发展，几乎超出所有人的想象，国际影响力极大提高。那么，这种成果是如何实现的呢？

回顾过去，1997年东南亚爆发严重的金融危机，但由于当时中国的金融领域并没有对外开放，外汇管制非常严格，有力地抑制了国际资本大规模进出可能形成的冲击，所以金融相对稳定，但出口受到影响。此时，如果中国允许人民币大幅度贬值，将给东南亚国家造成更大的冲击，所以中国以负责任大国的胸怀决定保持人民币不贬值。这尽管使中国出口和经济发展面临很大的压力，但也使人民币在周边国家得到认可并扩大流通，提升了中国在东南亚的地位和影响力。

但1998年夏天中国南方遭遇重大洪灾，使中国经济从1998年下半年开始非常困难。为此，中央政府发动大家寻求新的增长点。最终，在1999年确立了三大改革，即全面深化住房体制改革、教育体制改革和医疗体制改革，推动三大领域从公益性发展转变为产业化发展。这吸引了大量的社会资金乃至海外资本的投入，政府将资源变成资本，再以资本加杠杆，增强了投资能力，包括增加了国有银行资本金，开展了一轮深刻的金融体制改革，银行贷款大幅度增长。这些措施推动整个经济企稳回升，呈现出良好的发展态势。

与中国不同的是，东南亚金融危机进一步蔓延，引发1998年的俄罗斯债务危机，拉美本来就动荡的金融局势更加动荡，日本受到很大影响，欧洲经济没有活力，非洲依然没有多大余地，因此，大量国际资本流向北美，除了很小一部分流入加拿大，绝大部分流入美国。流入美国的资金，除一部分流向房地产，推动美国房地产价格从1998年

开始步入上升通道外，绝大部分流向原本就过热的网络产业，结果推动网络泡沫急速聚集，最终造成2000年10月纳斯达克崩盘、网络泡沫破灭。这使美国经济受到巨大冲击，迫使美国采取一系列举措刺激房地产发展，大幅度下调基准利率，并鼓励次级贷款发展，推动房地产快速升温，抑制了经济剧烈波动。但2001年美国遭遇令人震惊的“9·11”恐怖袭击，使美国反恐局势和投资环境急剧恶化，大量资本加快外流，美国经济趋于低迷。在这种情况下，全球经济急需寻找新的增长点。此时，长期争取加入WTO，有效应对东南亚金融危机和南方大水冲击，政局和社会稳定，经济增长呈现良好态势的中国，自然就成为国际关注的焦点。

正是在世界经济发展需要中国的情况下，国际组织放弃了一些原来一直坚持的苛刻要求，批准中国于2001年12月10日正式加入WTO，并给予金融和农业等领域五年过渡期。

中国加入WTO，进一步扩大改革开放，吸引大量国际资本和产能流入中国，中国也因为货币兑换而大量投放人民币，推动中国经济快速发展，成为新的“世界工厂”和拉动世界经济增长新的“火车头”。但中国大规模的出口，也使全球范围内供过于求的状况不断加剧，国际贸易摩擦越来越尖锐。经济过热带来的问题也引起中央的高度重视，提出科学发展观要求，加强宏观调控，控制投资和发展速度，推动转变发展方式。

2008年全球金融危机爆发后，中国率先调整宏观政策导向，2009年初更是推出大规模的政府投资刺激计划，带动全社会投资和货币投放急速扩张，使中国经济在主要经济体中率先止跌回升，并跃升为世界第二大经济体，为遏制全球经济下滑做出了巨大贡献，国际影响力急剧提升。但中国也为此消耗了更多的资源，形成了更大的过剩产能，环境破坏和空气污染更加严重。

回头看，“三大改革”以及加入WTO全面深化改革开放，成为中国迈入21世纪之初高速发展的重要动力。但经过10年的迅猛发展，三大改革已经阶段性走过头了，加上受全球金融危机冲击世界经济整体衰退影响，到2011年，中国经济增长明显乏力，增长速度见顶回落，经济下行压力不断加大。

其中，2000年以来中国货币增长迅猛，在世界主要经济体中实属罕见。1999年末M2为11.76万亿元，2015年末已超过139万亿元，2016年末为155万亿元，约相当于2000年初的13倍。其中包含吸收海外投资和出口换汇兑换投放出来的货币，主要体现为央行的外汇占款（从1999年末的1.25万亿元上升到高峰期时超过27万亿元，目前仍超过23万亿元），这部分货币对应的是外汇储备，而不是以货币计量的物质。另外，货币增长的另一个主要渠道是银行贷款，贷款直接转化为存款（货币），由于没有银行倒闭清算所以存款不会受到损失，但银行贷款却可能因为形成不良贷款而核销。这些因素都将使货币总量增长远远超过实有物质等财富的增长，造成包括房地产、教育、医疗等领域大幅度涨价，人们的生活成本和劳动力价格快速提升，生活压力明显加大。这又进一步影响到人口的增长，迫使国家调整计划生育政策，放开二胎管制。从目前来看，中国人口增长率快速下降，劳动适龄人口已经开始减少，社会老龄化快速显现，社会保障准备不足的挑战将非常严峻。

经济增长持续下行，货币总量不断放大，社会财富重新分配，社会资金快速脱实向虚，使原本在经济发展情况下掩盖的若干深层次矛盾不断暴露和激化，包括干部腐败、党群关系问题越来越突出，经济社会发展进入非常关键的调整转型期。党风廉政、勤政有为方面的问题不解决，改革难以推进，经济发展难以保证，甚至直接威胁到党的执政地位和社会稳定。因此，党的十八大之后，中央迅速推出“八项规定”，并掀起强大的反腐运动。这为经济发展创造了良好的政治环境，是深化改革、实现经济稳定和有效发展的必要阶段和举措。

2017年党的十九大，各级党政领导层的换届到位，大政方针明确，相信全党凝心聚力、深化改革、加快发展的氛围有望很快显现。

当然，21世纪前10多年的高速发展积累了很多深刻的问题。全球经济增长持续低迷，美国经济反弹，贸易和汇率摩擦加剧，中国经济下行周期尚未结束，矛盾依然会不断暴露并且尖锐复杂，需要一段非常艰苦的调整期，包括认清形势、厘清思路、找准方向、明确战略等，本身就需要一个过程，真正实施和达到目标还要付出艰巨的努力。因此，党的十八大至十九大期间，都将是中国至关重要的调整转轨阶段，将对未来的发展产生极其深刻的影响，对这个时期可能面临的经济波动和各种严峻挑战要有充分的心理准备。

需要强调的是，尽管在这样一个调整转轨期中国将充满挑战，但放眼全球，在整个世界格局深刻变化的时期，中国仍是非常幸运和最有影响力的。中国作为世界第二大经济体和最大的发展中国家，拥有庞大的人口和巨大的市场潜力。工业化、城市化、信息化发展取得了重大进展，但仍有发展空间。宏观政策仍有调控余地（拥有3万亿美元的外汇储备；银行法定存款准备金率依然很高；与很多国家接近零利率甚至负利率相比，中国的利率水平仍然较高；中央政府的债务水平和国家的外债水平较低，自主性、可控性较强等）。中国仍具备改革开放的巨大潜力，特别是市场化改革的潜力巨大。中国倡导和大力推动的“一带一路”倡议，在推动新型区域合作、全球化发展中的影响力不断增强。伴随国际影响力的增强，人民币国际化也在加快。更为重要的是，互联网时代的到来，使中国迎来换道超车、引领世界千载难逢的历史机遇。

互联网已经从最初的一项通信技术发展到广泛的社交应用，进一步发展到广泛而深刻的商业应用，成为经济社会运行必不可少的基础设施，并将打破传统分工、行政边界等，实现互联互通、跨界融合，形成新的组织和商业模式乃至经济业态，推动越来越多的产业互联网

智能化换代升级。中国巨大的市场和人口规模、良好的基础设施和制造业体系，相对落后的市场化、自由化的经济体制，为互联网的应用提供了巨大的空间。而广泛的应用同时就会增强人才的培养、思维的开化、模式的创新，推动中国互联网的应用和创新引领世界。互联网的广泛应用，还可能成为推进市场化改革的重要推动力。因此，必须高度重视互联网的发展和应用，并要依托中国在互联网应用领域的巨大影响力，加快互联网技术和应用标准的制定与全球范围的推广，增强中国在新兴的网络世界的主导权。

回顾历史，中国曾经保持世界第一大经济体很长时间，但由于失去工业化先机，自1840年鸦片战争开始，形势急转直下，沦落为饱受列强侵略的半殖民地、半封建国家，战争连绵不断，严重衰败。到1949年新中国成立，从破裂到恢复主权，上百年时间里波澜壮阔、变化巨大。新中国成立，进而抗美援朝胜利，极大地增强了党的威望、民族自豪感和人民团结，推动社会制度快速变革，经济建设快速起步。在新中国成立30周年后的1979年，中国开始实施改革开放，到30年后的2009年，中国已经发展成为世界第二大经济体，发展成果令世人瞩目。之后，尽管中国高速发展进入转轨调整期，经济下行压力很大，但可以肯定的是，中国经济下行，也会使全球经济面临更大的压力，相对其他很多主要经济体而言，中国可以调整的空间依然很大，中国的相对优势不会削弱，只会增强。因此，可以预计，再过30年，中国GDP超过美国重回世界第一完全有可能。当然，GDP只是年度概念，并不是累积财富的概念，GDP第一并不代表综合实力就是最强了。但综观1840年以来的发展轨迹，到1999年长达150多年的衰落和探索，以及1949—1979年、1979—2009年两个30年及其之后的发展变化看，进入21世纪，中国已经走出了衰败期，步入国运昌盛的繁荣期。

而美国则在20世纪取代英国成为世界霸主并保持一个多世纪的国运昌盛期之后，到2000年网络泡沫破灭以来，发展态势遭受诸多挑战，国际影响力已经明显减弱。中国在世界格局中的变化和新的全球

化进程中正在发挥越来越大的影响力，并将赢得主导权。这样看来，中国在21世纪内综合国力赶超美国也是完全可能的。

相对而言，印度随着人口增长，仍有很大的发展潜力。但在全球化高潮已过、世界格局深刻变化的情况下，印度可能已经错过工业化、全球化高速发展的战略机遇期，而且由于其市场开放程度、互联网应用的潜力也无法与中国相比，要赶超中国是非常不容易的。

可以说，21世纪应该成为中国兴旺发达的世纪，对中国的发展应该充满信心。

由此可见，处于中国经济发展转轨调整期间的2017年，又恰逢十九大的换届之年，将是新中国发展史上非常重要的一年。中央的工作重心也将加快转移到经济建设和深化改革上来，即使经济增长速度仍有下行压力，但不应该出现大幅度下滑的局面。在世界格局剧烈变革的时代，要增强自信、保持定力、以我为主，“稳中求进”仍应是国际国内宏观政策的基本取向和基调。

综观世界格局，依然将是中国这边风景独好！

---

1. 2017年1月12日发表于“王永利”微信公众号。

谁的21世纪？两大经济体的百年较量㊟

20世纪无疑是美国的世纪。21世纪呢？从2000年以来的发展态势看，21世纪有可能是中美地位转换的过渡期，甚至可能发展成为中国的世纪！从21世纪的中美两国明显不同的发展态势中，我们也许可以看出端倪。

中美两国作为当今世界上最有影响力的两大经济体，其发展变化将对人类社会产生深刻影响。但两国在1900年以来100多年的发展历程中却有明显的不同轨迹，进入2000年之后这种差异表现得更加突出。追溯这些轨迹，将有助于我们了解和把握未来两国的走势，并提前对可能发生的变化做好准备。

20世纪是美国的世纪

翻开世界发展史，可以清楚地看到，从1900—1999年，这个世纪整个就是美国取代英国成为世界头号强国，挤垮苏联成为世界唯一超级大国，尽管也遭受到经济“大萧条”的冲击等，但总体上一直是逢凶化吉、非常幸运的一个世纪。可以说，20世纪就是美国的世纪。

1775年4月到1783年9月，英国在北美的13个殖民地联合起来，并借助于其他国家的力量，经过长达八年多的反英独立战争，率先在北美建立起独立的美利坚合众国，并形成了人类历史上第一个没有国王统治的联邦制民主法治国家。从18世纪末开始，美国开展了为期一个世纪左右的“西进运动”，使美国扩张成为横跨北美大陆，东西分别连接大西洋和太平洋，地理位置在全世界堪称独一无二、极其优越的

大国。大规模的领土扩张，广袤的土地和丰富的资源，先进的社会制度，又吸引了大量的国际投资和大规模的移民，带来了宝贵而丰富的资金以及劳动力、技术和经验，极大地推动了美国的技术革命和产品创新以及经济开发，包括农业扩张、交通革命、工商业发展、城市化加快等。1861年4月到1865年4月，延续四年的美国南北战争以北方的胜利宣告结束，消灭了南方奴隶制，巩固了美国的统一，并保证了资产阶级在国家政权中的统治地位，进一步完善了美国民主法治的资本主义社会制度，使美国成为单一的、联合的、民主法治的国家，推动美国经济从19世纪后半期开始进入了一个广泛和迅速发展的新时期。美国年度GDP逐渐赶上并超过原来的世界老大——老牌欧洲资本主义国家英国。进入19世纪80年代，美国已经成为世界上最大的工业国，只是其累积的经济总量（综合经济实力）与国际影响力还难以即刻超越英国。

美国的独立和快速发展，也推动了世界其他殖民地国家的独立战争和解放运动，甚至促进了法国资产阶级大革命的爆发，进一步推动了欧洲各国资本主义的发展，同时也不断激化了欧洲资本主义国家之间的矛盾，最终于1914年爆发了第一次世界大战。而第一次世界大战又为美国加快发展并增强国际影响力、提升国际地位提供了难得的机遇。

在欧洲爆发第一次世界大战期间，美国更是以其先进的社会制度、远离战火的地理位置和巨大的发展潜力等优势，吸引了大量的人力和资本集中流入，推动美国生产力和经济金融乃至整个社会的快速发展。美国的生产不仅支持本国消费，更是大量出口给欧洲以及其他原来由欧洲控制的出口市场，如拉美地区等。第一次世界大战之后，美国的综合国力和国际影响力已经完全取代英国成为世界第一，纽约也成长为可与伦敦抗衡的最主要的国际金融中心。

但随后爆发的“大萧条”重创美国，为应对危机罗斯福实施了刺激政策，欧洲国家纷纷效仿。但当危机正趋于缓和之时。第二次世界大战爆发，第二次世界大战再次给予美国重大发展机遇，美元完全取代英镑成为世界货币。第二次世界大战对经济破坏严重，战后重建工作虽然推动了经济增长，但世界分裂成两个阵营。对抗尖锐、互相隔绝，使发达国家产能过剩，这个现象直到20世纪70年代新兴市场逐步开放后才有所缓解。

经过两次世界大战和中间一次经济大萧条的冲击，西方资本主义阵营对社会制度进行了深入改革。在坚持私有制和市场竞争机制的基础上，严厉打击市场垄断和欺行霸市行为，维护消费者利益和公平竞争，加大税收的二次分配力度，大幅度提高社会福利，抑制贫富差距，扩大中产阶级，缓和社会矛盾，形成“两头小，中间大”的社会格局。这些变革保持了社会稳定，推动了科技创新和经济发展。

苏联轰然解体后，“冷战”宣告结束，新的一轮全球化快速推进。这不仅使美国因为苏联的解体而更加突出了世界霸主的地位和国际影响力，并使其更加集中精力发展经济，而且为美国转移生产力并扩大美元的使用提供了巨大的空间。这不仅深刻解决了其产能过剩问题，有效化解了可能爆发的经济和金融危机，而且推动其调整产业结构并进一步增强其金融影响力。美国可以集中精力投入高科技和军事工业发展，并大力发展金融服务业，一般消费品则大量依靠进口，成为世界最大的进口国。在这个过程中，发达国家特别是美国，利用发展中国家廉价的劳动力、廉价的原材料和资源以及廉价的环境保护，可以取得远比在本国生产高得多的利润，而廉价商品的进口又降低了国内消费成本，刺激了消费发展，维持了社会高福利制度的运行，“低储蓄、高投资、高消费”逐渐成为一种社会潮流。

其中需要特别指出的是，第二次世界大战之后，日本利用东西方两大阵营竞相拉拢自己的机会，有效化解了战争赔款等压力。日本利

用临近朝鲜战争和越南战争的地理位置，作为战争物资的前沿生产基地，迅速恢复生产，依靠先进的家电、汽车等民营产业的发展和大量出口，以及利用邻近东南亚开放国家的地理优势大量转移产能获取超额利润等，迅速扩大国际竞争力并聚集社会财富，国民经济很快超越欧洲各国成为仅次于美国的第二大经济体，并保持大量的外汇储备和对美国的债权，曾对美国的霸主地位构成威胁。但美国最终还是依靠其美元作为国际中心货币的特殊地位和对国际金融的操控能力，以及在信息科技革命方面的领先优势等，在20世纪90年代将日本快速上升的势头给压制了下去，使日本进入失落的年代至今不能自拔。特别是爆发于1997年的东南亚金融危机，不仅给东南亚国家造成重创，而且使日本雪上加霜。而此前大量流入东南亚的国际资本，出于避险和寻求新的投资目的地的要求，又大量流入美国，并大量投入已经快速升温的IT和网络产业，推动美国经济一派欣欣向荣，从而大大拉开了与日本的距离。

回顾历史，我们清晰地发现，20世纪的美国简直太幸运了，尽管遭遇“大萧条”的冲击，却并未持续太长时间，而两次世界大战都极大地增强了美国的综合实力，美国的政治对手苏联和经济挑战者日本也都最终被战胜，美国成为“冷战”的胜利者并成为唯一的超级大国。可以说，20世纪就是美国的世纪。

20世纪中国由乱到治，逐步加快振兴步伐

20世纪之初，八国联军攻入中国首都北京，首次将皇室从京城赶出去，标志着中国已经彻底衰落。之后中国陷入革命和战乱之中，先是爆发辛亥革命，推翻了数千年封建王朝的统治。很快又陷入军阀混战、地方割据和国共内战的局面。之后开始了长达十四年的抗日战争和三年的解放战争，直至1949年10月新中国宣布成立。从1840年鸦片战争爆发，西方列强攻入中国不断瓜分中国领土和主权开始，到新中国的成立，恢复主权和领土完整，整整延续了超过100年的时间。

新中国成立，国家的统一、民族的独立、主权的恢复，极大地增强了中华民族的爱国热情，增强了中国人民的信心和加快祖国建设的积极性，推动中国在新中国成立头10年中克服了诸多困难和挑战，实现了经济社会的快速发展。

1979年实施改革开放，是中国经济社会发展过程中的重大转折，推动中国经济社会发展总体上进入一个不断加快速度，国运昌盛越来越明显的发展阶段。巧合的是，1979年离新中国成立恰恰相距30年。

1997年东南亚金融危机爆发，对东南亚地区产生了严重影响。但此时中国金融尚未全面对外开放，外汇管制依然非常严格，因此，幸运地避免了国际资本大规模进出可能产生的冲击，保持了经济金融的稳定，并且宣布人民币不贬值，减轻了对东南亚出口型国家的压力，体现了负责任大国的形象，中国在亚洲的影响力迅猛提升。同时，借助金融危机的影响，中国抓住时机推动了一轮非常深刻的金融体制改革：成立党的金融工作委员会，将国有金融机构的组织干部体系从地方组织脱离出来，实施系统内垂直管理，有效抑制了地方政府对银行信贷等的行政干预；剥离商业银行附属公司业务，实施金融领域分业经营，抑制系统性金融风险的发生；发行2700亿元专项国债，补充四大国有商业银行资本金；成立四家专门的资产管理公司，分别接管四大国有商业银行的不良资产；成立专门的银行业监管机构，推动中央银行的深化改革，等等。这对提升金融机构的素质，维护金融系统的稳定发挥了非常重要的作用。如果没有东南亚金融危机的刺激，这些改革恐怕是很难推动的。实际上，中国早已意识到深化金融改革的重要性，1995年就颁布了《中华人民共和国中国人民银行法》和《中华人民共和国商业银行法》，但之后却由于种种原因难以有效实施。

东南亚金融危机不仅推动了中国金融改革的深入进行，而且为中国加入WTO提供了很大的帮助。中国推行改革开放之后，很快就提出要加入WTO，但受西方国家控制的WTO却不断提出严苛的要求，一直不予

以接受，这使中国在“入世”问题上很是被动。东南亚金融危机爆发，不仅使中国加深了对金融影响力的认识，也认识到过度开放金融市场、放开金融管制，特别是外汇管制可能是非常危险的，从而使中国政府在金融开放问题上的谈判更加谨慎，赢得了更多的过渡时间。更为重要的是东南亚金融危机加快了世界经济金融格局的变化，全球经济发展低迷，以及中国改革开放以来经济社会的发展成果和巨大的潜在市场，吸引了全世界越来越多的注意力，为中国最终加入WTO提供了重要条件。

同时，为了应对东南亚金融危机和国内1998年南方大洪水影响，抑制严重的经济滞胀局面，刺激经济加快发展，中国于1999年启动和深化住房体制、教育体制和医疗体制三大改革，并实施大学生扩招政策，推动个人消费信贷的发展，加快房地产业、教育产业、医疗产业以及配套的城市基础设施建设和汽车产业的发展，为后来中国经济加快发展找到了出路和重点，成为2000年之后中国经济高速发展，快速成长为世界第二大经济体的重要基础。

进入21世纪，中美两国呈现出明显不同的发展态势

1．美国：进入2000年之后一直不顺

东南亚金融危机爆发之后，大量国际资本流入美国，除了一小部分流入房地产（美国住房价格指数在剔除物价因素影响后，从1998年即步入上升通道）之外，大量涌入IT和网络产业，在推动美国经济金融加快发展的同时，也使其原本就已经过热的IT和网络产业更是火上浇油，泡沫迅速聚集，最终于2000年10月纳斯达克崩盘，网络泡沫破灭。这使美国一进入2000年就遭遇重大冲击，经济金融开始严重动荡。

为了应对网络泡沫破灭产生的影响，新当选的小布什政府一上台就推出一系列法案和政策，大力刺激房地产业的发展，推动次级按揭贷款加快发展。与此同时，美联储从2001年初开始大幅度下调基准利率，经过连续31次降息，从6.5%下降到2003年6月的1%，创下当时的历史新低。但不幸的是，2001年美国又遭遇震惊世界的“9·11”恐怖袭击，美国骤然加强了反恐力度，并在分别发动了科索沃战争、阿富汗战争和伊拉克战争等，反恐和战争开支迅猛扩大。这又使美国投资环境急剧恶化，推动社会资金要么更多地投向房地产，推动房地产价格不断上涨，要么大量流向海外，推动海外一些国家加快发展，形成所谓的“新兴经济体”。海外经济加快发展，一方面，推动全球大宗商品，例如，石油、矿产和粮食等价格不断上涨，通货膨胀压力不断加大，最终反馈到世界最大的进口国——美国，使美国的低利率政策难以为继，被迫从2004年6月开始提高利率。经过连续15次上调利率，到2006年6月达到5.25%的水平，使次级贷款借款人的成本大幅度提高，越来越多的借款人难以承受。另一方面，新兴经济体的发展又吸引更多的资金外流，对美国投资的需求不断减弱。两方面因素共同作用，到2006年9月，美国房地产价格开始摸顶回落，随之造成大量次级按揭贷款成为不良贷款，到2007年进一步影响到以按揭贷款支持的证券，到7月形成严重的次贷证券危机（次贷危机），造成金融系统剧烈动荡。

次贷危机爆发后，尽管美联储大幅度下调基准利率，实施积极的货币政策进行干预，但由于财政政策与货币政策配合不力以及其他深层次原因的影响，到2008年9月，深陷困境的著名投资银行“雷曼兄弟”申请破产保护，美林银行被美国银行接管，再次引发美国金融体系剧烈动荡，最终引发席卷全球的、百年一遇的金融大危机和经济大衰退。这迫使美国实施破纪录的零利率政策，以及突破传统、不断加码的量化宽松货币政策。尽管使急剧恶化的金融和经济态势得以遏制，但全球巨量货币的投放却使全球通货膨胀的隐忧迅速增大，而经济增长和社会就业形势却并不乐观，而且又使财政赤字和政府债务急

剧扩大，发达国家的债务危机越来越突出，美国一度深陷困境难以自拔。

在深刻的去杠杆化和大规模的宏观救市之后，危机得到遏制，特别是欧洲和日本经济低迷，新兴经济体在危机之后一度快速发展的势头到2011年之后明显回落，以及中东和乌克兰等地区爆发战争和社会动荡，使国际资本在大量流出美国数年之后，又开始大量回流美国，推动美国经济复苏势头逐步加强，金融更是快速反弹。

但必须看到，在全球产能严重过剩，世界总需求明显不足，社会贫富差距严重扩大的情况下，美国经济复苏的潜力并不乐观，金融快速反弹可能产生的风险更是值得高度警惕。在国际关系方面，不仅拉美国家与美国关系相当复杂，更重要的是，美国在阿富汗、伊拉克、利比亚等地开展军事行动之后，现在这些国家都是满目疮痍、战火不断、社会动荡，经济发展和生活水平严重衰退，叙利亚问题依然严峻，伊斯兰极端组织力量增强，巴以冲突再起，美国急于摆脱这种困境，却又欲罢不能。再加上2014年乌克兰问题的爆发，进一步加剧了美国、欧洲与俄罗斯的紧张关系，也影响了欧洲经济增长。所有这一切，都表明美国的国际影响力在减弱，美国与国际社会的矛盾在增强。

可以说，进入2000年之后，美国几乎一直都不顺利。

2．中国：总体上非常幸运和顺利

（1）加入世界贸易组织。

经过长时间的努力，中国终于在2001年12月11日正式加入世界贸易组织，推动中国进一步深化改革开放，特别是金融领域的改革开放。可以说，中国一进入新世纪即迎来一大喜事。

中国加入WTO的时机非常好，正好是2000年美国网络产业泡沫破灭，2001年美国遭遇“9·11”恐怖袭击，之后一系列因素造成美国投资环境急速恶化，大量国际资本急于外流寻求新的投资市场，但当时全球经济相当低迷。东南亚国家因为金融危机影响仍未明显复苏，1998年俄罗斯深陷债务危机，拉美的金融更加动荡，欧洲和日本经济持续低迷。这种全球经济局势凸显了中国经济的重要性和吸引力：中国成功应对了东南亚金融危机，实现了最高领导层的顺利平稳换届，中国具有潜力巨大的市场。如果中国加入WTO，进一步深化改革开放，必然会对世界经济金融的稳定和发展产生重要影响，中国“入世”。成为世界的需要而非仅是中国的要求。这个世界现实的变化，助推中国终于在2001年12月加入WTO，这真是应了福建人励志歌中的一句话：“三分天注定，七分靠打拼。”中国“入世”后，迅速吸引国际资本和产能大量流入，也推动国家外汇储备迅猛增长。2001年末刚刚突破2000亿美元，之后不断加快增长速度，到2008年末已经基本上达到2万亿美元，到2010年3月末已经超过3万亿美元，到2014年6月末已经接近4万亿美元（3.99万亿美元）。

2001年初发生了中美南海撞机事件，曾一度使中美关系急剧恶化。但很快美国“9·11”恐怖袭击事件发生，联合反恐的需要又使两国关系迅速修复。

在推动住房、教育、医疗三大改革，加快三大产业发展的基础上，大量国际资本流入中国，充分扩大了社会资金供应，极大地支持了宏观政策的有效落实，推动经济不断加快发展。从2003年下半年开始经济发展过热，2004年被迫实施宏观调控，控制投资和经济增长速度。同时，人民币盯住美元并伴随美元不断贬值，加重了国际贸易摩擦和人民币升值压力。中国从2005年开始实施人民币汇率形成机制改革，由仅与美元挂钩，改为与一篮子主要货币挂钩，实施有控制的浮动汇率制，人民币汇率开始逐步上升。

（2）美国次贷危机。

中国加入WTO后逐步深化金融体制改革，从2006年起，中国的金融领域加快改革开放，理财产品和金融交易以及金融机构快速扩展，推动房地产和股票市场快速升温，经济发展和财政收入增长速度进一步提高，人民币升值压力进一步加大。从2006年下半年开始，经济和金融过热不断显现，通货膨胀压力不断加大。这迫使中国政府加大宏观调控力度，并提出和谐社会建设要求；实施“走出去”战略，鼓励企业走出去，投资战略资源，转移过剩产能；调整外汇管制政策，由长期实施的“宽进严出”向“宽出严进”转化，鼓励企业和个人购买外汇对外运用，以便缓解国家外汇储备快速增长和人民币升值的压力；发行专项国债从国家外汇储备中购买2000亿美元资产成立“国家投资公司”（CIC），以主权基金形式扩大对外投资，等等。

正在国内经济金融高烧不止，对外投资热情高涨，国际市场资产价格剧烈上涨，资产泡沫不断弥漫之际，美国于2007年7月爆发次贷危机，重创国际资产和金融市场。这对经济金融和头脑都在发热的中国来说，简直就是一场珍贵的“及时雨”，使烧得有些迷糊的人们惊醒过来，回归理性。可以说，如果美国次贷危机再延缓3 ~ 5年爆发，中国的劳动力成本上升、资本市场泡沫、大量对外投资等可能造成的损失和影响将是难以估量和想象的。

美国次贷危机爆发后，推动更多的国际资本流入中国，中国被迫实施更加严格的宏观调控政策，包括严格控制境外热钱流入，控制信贷增长和货币投放，控制投资增长并推动发展方式转变，加大资源节约和环境保护等，落实科学发展观的要求。

（3）全球金融危机爆发。

2008年第四季度全球金融危机爆发造成全球经济急剧衰退，主要经济体，特别是发达国家遭受重大创伤之后，中国利用体制优势，迅

速调整宏观政策，及时出台一系列经济刺激政策，其效率和力度在国际上可谓无可比及。2009，中国的年货币总量增长29.7%，远远超出其他主要发达国家2% ~ 3%的水平。这使中国在世界主要经济体中率先止跌回升，为全球遏制经济衰退做出了极其重要的突出贡献。

当然，2009年猛烈的刺激政策也留下了很多深刻的问题，例如，产能过剩更加严重，资源消耗、环境破坏、空气污染更加突出，社会负债率急剧提升，资金回报率快速下滑，货币总量快速扩张与社会融资难、融资贵并存，经济增长速度回落压力巨大等。但放在全球大背景下看，中国的问题可能还不是最严峻的，作为人口最多的发展中国家，世界最大的外汇储备国，世界上存款准备金率最高的国家，还有相对充裕的政策调整空间。而对诸多高福利的发达国家而言，甚至包括美国在内，可能困难和挑战更大。如果中国经济下滑甚至出现危机，也将对世界经济产生严重的影响。

实际上，第二次世界大战之后，经过长时间的和平发展，特别是从20世纪70年代开始，由拉美和东南亚一些国家改革开放和后来社会主义阵营各个国家纷纷推行改革开放，推动新的一轮更大范围的全球化深入发展，已经使世界经济金融格局发生了极其深刻的变化。20世纪70年代的少数发达国家，主要是七国集团雄霸世界，国际上存在巨大的反差，东西方阵营严重失衡，世界财富大量向少数发达国家聚集的局面，逐步转化为趋于平衡，发展中国家的影响力和竞争力不断增强，中国甚至发展成为新的“世界工厂”。但是，新一轮的全球化，在推动全球经济金融30多年高速而巨大发展的同时，不知不觉之间，也推动全球范围内产能过剩、流动性过剩问题不断放大。在20世纪70年代末原本已经在发达国家中出现产能过剩和流动性过剩问题的基础上，全球性产能过剩与流动性过剩进一步放大和积累，长时间大规模的积蓄，使产能过剩及流动性过剩蕴藏的能量和破坏力更大、更猛。可以说，现在全球经济金融已经发展过头了，世界进入重大调整期，世界格局正在发生剧烈而重大的变化，在很多方面大大超出了人们的

预期。由此也带来很多深刻而激烈的矛盾，远远超出全世界、全社会的心理准备和制度准备国际国内的环境变化带来了诸多已经显现和尚未显现的严峻挑战。在这样的大环境、大背景下，并非只有中国，而是世界各国都将面临严峻的挑战，只可惜这一点并未得到世界范围内的充分认识和足够重视。在世界范围内产能过剩、总需求不足，全球经济进入整体低迷（此起彼伏）甚至颓废的新常态下，中国雄踞世界第一的近4万亿美元外汇储备，不断增强的消费能力和国际购买力（在进口总值方面，中国已经与美国并驾齐驱），快速扩大的对外投资以及人民币国际化进程加快等，都将成为中国增强国际影响力的重要因素。更重要的是，中国已经在2012年底推出了党政干部严格管理的“八项规定”，启动了严厉的反腐风暴，在全党范围内开展群众路线教育，提出并积极推进具有重要时代意义的“一带一路”倡议，这都必将推动改革的全面深化，进一步激发经济社会的发展活力。

从2000年以来的发展态势看，21世纪有可能是中美地位转换的过渡期，甚至可能发展成为中国的世纪。

中国有一个传统的关于国家和朝代兴衰规律的说法：兴旺不过300年，衰退不过150年。美国从1780年到现在已经230多年，到2080年将达到300年。而中国从19世纪40年代被西方列强打开国门遭受侵略，到20世纪90年代已满150周年，以柏林墙倒塌、东欧剧变、苏联解体、邓小平南方谈话作为重要转折点，中国已经迈进新的发展历程。

同时，在中国传统文化中，3、6、9都是非常特殊的数字。在新中国成立的第一个30周年，中国经济高速发展。在刚刚度过30周年时，中国实施了重大的改革开放战略，加快了经济社会发展，到2009年即新中国成立60周年时，出人意料地成为世界第二大经济体，外汇储备雄踞世界第一。由此推断，如果不发生重大意外事件，中国完全有可能到新中国成立90周年时，即到2039年前成为世界第一大经济体（这只是当年GDP的概念，不是累积的经济总量概念，不代表综合国力和国

际竞争力），并且再过30年，即到2070年前后有可能取代美国成为世界第一强国，使21世纪成为中国的世纪。

历史是否会按照预期推进，让我们拭目以待，让我们充满希望，让我们为之奋斗！

---

1. 2015年3月4日发表于“王永利”微信公众号。

全球经济调整，中国怎么变？注

全球经济正转向“整体低迷、此起彼伏”的新常态，中国也不例外，该如何应对？

这需要大战略、大举措，诸如规划落实好“一带一路”倡议；发行专项国债，分流外汇储备，调整金融结构，推动货币和金融体系深刻变革和转型等。

全球经济正在转向“整体低迷、此起彼伏”的新常态

在全球化高速发展之后，现在世界经济已经进入增速回调的新时期。其根源在于，在第二次世界大战之后形成的发达国家与发展中国家经济实力与生活水平存在巨大反差的基础上，发展中国家纷纷推行改革开放，为全球产能和资本的大规模转移与获利提供了巨大的空间及市场，这带动了新一轮投资贸易、经济金融全球化高速发展。但在这个过程中，也在不断积累流动性过剩和产能过剩，并引发大大小小的金融危机和经济衰退，最终引发2008年全球性的金融大危机和经济大衰退，证明世界经济已经阶段性走过头了，已经进入非常复杂的调整期。

第二次世界大战后，世界格局发生重大转变，形成了东西方敌对阵营和部分中间派国家，给世界和平带来严重威胁。由于西方阵营发展势头较好，部分中间派国家倾向西方。苏联解体之后，更多国家扩大了开放程度，释放出巨大需求，形成长达20年的“大稳定”时期。

但是“大稳定”也积聚了“系统性风险”，并最终在2008年爆发，为应对风险，发达国家开启了量化宽松政策。这在一定程度上导致了流动性过剩；此外，人口结构的变化进一步加剧了需求不足、产能过剩的风险。因此世界经济将长期处于低迷期。

中国经济同样在向“新常态”迈进

数据显示，中国2014年第三季度GDP同比增长7.4%，低于前两个季度。从10月主要宏观指标变动情况看，下行压力进一步加大：CPI同比增长1.6%，低于9月的2.1%；固定资产投资同比名义增长15.9%，低于9月的16.1%；消费和出口数据比9月也有所收缩；广义货币同比增长12.6%，低于9月的12.9%；广义货币已从6月末的120.96万亿元下降到10月末的119.92万亿元，减少了1.04万亿元；社会融资规模9月末为12.84万亿元，同比已经缩小1.12万亿元，10月为6627亿元，比上月再次减少4728亿元。

实际上，受国内外综合因素的影响，中国经济正处在一个由改革开放以来长期保持平均增速10%以上的高速增长状态，向未来平均增速保持个位数增长的“新常态”转变的特殊时期。在2008年全球金融危机爆发、经济严重衰退的情况下，中国在2009年实施大规模经济刺激政策，从而在世界主要经济体中率先止跌回升。2010年中国GDP增长率达到10.4%，跃升为世界第二大经济体，但产能过剩、环境污染、债务高企等问题很快暴露。在国家收缩刺激力度之后，经济随之呈现出下滑态势，2011年GDP增长率即回落到9.3%。从2012年起，政府不断加大“微刺激”力度，力求经济增长在7.5%上下浮动，其中，2012年、2013年均达到7.7%，经济增长进入“7”字头。2015年经济增长下行压力明显加大，特别是房地产价格在政府没有推出新的控制措施的情况下，出现明显的市场回调局面，对整个经济增长产生了重要影响，政府被迫进一步加大“定向调节”“微刺激”力度，甚至调整政策转而

大力推动房地产发展。但种种迹象表明，第四季度经济增长下行压力依然很大。

当前，尽管经济增长正在向“新常态”转化并已经被全社会广泛接受，但由于种种原因，“新常态”下一般的增长速度应该是多少现在还很难准确把握，现阶段出现的经济下滑的根本原因是什么还难以达成社会共识，新的发展方式、发展轨道也还有待探索。从2012年经济增长进入“7”字头开始，现在还处在“经济增长换挡期、经济结构调整期、前期政策消化期”三期叠加的特殊时期，还处在一个由高速向中高速或中速转变的调整转轨期，在找准新的发展方式，迈上新的发展轨道，步入经济发展“新常态”之前，将充满矛盾和挑战，完全有可能出现调整过头，使近期经济增长速度甚至比“新常态”的一般速度还要低。在经济金融基本格局不发生重大调整，改革发展没有重大举措的情况下，仅仅依靠传统的刺激方式和手段，包括很多人强烈呼吁的大幅度降息、降准等，都难以达到预期效果，甚至还可能产生严重的副作用。也正因为如此，2014年以来（至本篇文章写作时间2015年2月）我国不断加大定向调节力度，但效果尚不够明显。

综合考虑各种因素，预计2015年我国经济增长将进一步下滑，有可能降至7%。而中国经济增长下滑，还将对世界经济增长产生更大的压力。

应对经济调整新挑战，需要运用新思维、大举措

1．刺激性经济理论的应用背景已经发生改变

凯恩斯倡导的刺激政策曾在经济发展史上留下厚重的一笔，但刺激性理论和发展有其特殊背景，即有潜在需求可挖掘和有足够资源可利用。但当前世界发生了根本性改变，地球资源过度开发，环境污染凸显，有效需求难以扩大。

目前，世界经济发展态势的根本性转变尚未引起世人的足够认识和重视。全球金融危机爆发后，世界范围内的贸易保护主义明显抬头，各国货币竞争性贬值明显增强，国际资本的投机性流动更加频繁，主要经济体更加注重保护本国利益，全球化进程明显受阻甚至退化。面对金融危机之后各国经济持续萎靡不振，世界权威组织和人士开出的药方仍然是加大刺激力度，采取更加宽松的货币政策，这难免产生南辕北辙的结果，甚至产生和积累更严重的负面影响。

2．应对经济调整新挑战，需要有大战略、大举措。

结合中国的实际情况，应对经济调整新挑战，要有新思维、大突破。其中包括以下几方面。

（1）规划好、落实好“一带一路”倡议。

针对当前国际国内的宏观形势，中国国家主席习近平不仅明确指出中国经济将转向“新常态”，而且积极倡导和大力推进的“一带一路”倡议，立足国内、放眼世界，更加强调加强区域化、全球性的合作和协调发展，可以说具有非常强烈的时代意义和远见卓识。

全球化是人类社会发展的必然方向。由于自然条件和人文环境等方面的不同，各国、各地区、各民族的劳动产品也可能存在不同。而剩余劳动的不同以及人们需求的变化，就促成了交换的发展。交换的发展不仅使剩余劳动实现了最大的价值，很好地满足了人们的需要，而且加强了人们之间思想文化和文明成果的交流与分享，推动了人类自身和技术的进步，成为推动经济社会发展的重要力量。随着剩余劳动的扩大以及交通通信的发展，交换的规模和范围也不断扩大，并最终迈向投资贸易、经济金融的全球化发展。全球化有利于促进社会分工和提高效率，加强资源整合与优势互补，形成经济共同体，降低交换和沟通的成本，增强世界和平与发展。因此，全球化是人类社会发展的必然方向。

当然，全球化意味着全球范围的资本和产能会出现大规模的转移，并容易产生全球性的经济和金融危机。金融危机和经济危机并不是全球化本身的产物，而是人类追逐更大的利益，但又面临信息不充分、不对称的必然结果，是难以完全规避的规律。不能因为出现危机，就否定全球化发展。实际上，目前世界各国的资源潜力和发展水平仍然相差巨大，如果不着眼于全球一体化发展，不能从全球范围充分挖掘潜力，捕捉新的增长点，而是仅仅局限于各国国内做文章，仅仅依靠扩张性货币政策和竞争性货币贬值，就很难突破危机的阴霾，难以实现较大的作为。

当前，全球金融危机的影响尚未消除，有效需求不足的约束进一步增强，世界经济金融发展面临巨大的压力和挑战，就更加需要区域化、全球化协同发展的新思维、新战略。在这种情况下，“一带一路”倡议的提出和积极推进，富有强烈的时代意义，也展示出中国领导人的大胸怀、大智慧、大魄力，展示出中国开放包容、主动引领、互利共赢的自信成熟和大国风范。

更重要的是“一带一路”倡议的战略思维和举措，完全可以在区域内复制和推广。经过一年来的宣传、倡导、规划和推动，由中国提出并积极推动的“一带一路”倡议已经产生了广泛的影响，获得了良好的开端，尽管由于涉及面广，国际影响力大，其落地实施的难度和挑战也将非常大，但其发展大势不可阻挡，相信其在未来全球化新发展中必将产生深刻的影响和丰硕的成果。在推动区域性、全球化经济发展的进程中，中国也必将更加强大，并承担更大的责任，发挥更大的作用。

对中国而言，认真领会、积极落实“一带一路”倡议，进一步全面深化改革开放，就是今后一个时期的战略重点。其中，在货币金融体系上也应该有新思维、大举措。

（2）发行专项国债，分流外汇储备，调整金融结构。

在中国经济向“新常态”转化的特殊时期，不确定因素非常多，2016年经济增长下行压力将依然很大。对此需要保持定力，在货币政策方面不应只是简单地推动大规模刺激政策，而应该继续坚持总体稳定，灵活调节的政策基调。同时，认真反思我国货币和金融体系存在的问题，下大力气深化金融改革和结构调整，提高货币政策调控和传导效率，推动局面发生根本性转变。

我国货币和金融体系目前的突出特点如下。

第一，央行资产负债规模全世界最大，而且其中“外币占款”占其资产总额的83%左右，“商业银行存款准备金”占其负债总额的56%左右，成为全世界绝无仅有的特色。

第二，在社会融资结构中，间接融资比重非常高，而且银行业在整个金融领域具有强大的影响力，在存贷款等业务定价上具有较强的话语权，能够保持较高的存贷款利差水平，但也使社会金融风险更多地聚集到银行身上。

第三，间接融资比重高造成我国货币总量和社会负债规模快速膨胀，货币总量与GDP之比快速上升，反映出货币效率明显下降，也使货币政策处于两难境地。

第四，中央财政的负债率在世界主要经济体中相当低，国债规模很低，使中国的国债市场规模较小，导致整个债务市场影响力偏弱，而且主要参与者还是银行，不利于形成与银行贷款相抗衡的资本市场、债务市场。

根据上述情况，当前可以从“发行专项国债，分流外汇储备，调整金融结构”入手，推动货币和金融体系深刻变革与转型。具体设想如下。

财政部发行专项国债向央行购买2万亿美元左右的外汇。考虑到美元的价格区间，专项国债的规模不会超过14万亿元。为了避免对整个社会的流动性产生重大影响，专项国债可以面向银行发行。商业银行在其向央行缴存的法定存款准备金的80%范围内认购。这将大规模分流央行外汇储备，大幅度压缩其外币占款和存款准备金的规模。

应该鼓励此部分专项国债入市流通。这将大大扩展我国债券市场的容量，极大地促进直接融资的发展，深刻调整社会融资结构，并有利于人民币基准利率的发现和培育（健全国债收益率曲线），加快利率市场化进程。同时，这也将为人民币国际化提供强力支持，推动国债市场成为人民币全球投融资和流动性调节中心，有利于促进中国国际金融中心建设，增强中国金融的国际影响力。

财政部购买外汇形成“财政外汇储备”，可以组成包括中国投资有限责任公司在内的多个专业公司负责经营并相互竞争，更加注重国家中长期战略的实施和中长期、战略性的投资安排，包括投资区域性、全球性基础设施投资银行或开发银行，以及“丝路基金”等，提高外汇储备的利用效率。这将形成“财政外汇储备”与“央行外汇储备”相互配合，财政政策和货币政策密切协作的机制，有利于明确财政和央行各自的职责范围，更好地发挥各自的职能并加强相互之间的配合与协调。

实施上述方案后，还将给金融和财政带来一系列新的变化。

第一，推动法定存款准备金率大幅度降低（到5%左右的水平）。这将大大减轻商业银行的经营压力。国债利率可能大大高于存款准备金1.62%的利率水平，并且国债的流动性远远高于法定存款准备金，同时，还将为实施存款保险制度提供重要条件。在目前大型银行存款准备金率高达20%的情况下，如果再要求商业银行缴纳存款保险金，将使商业银行在流动性和经营成本上难以承受，央行收缴存款准备金却不保证银行存款的支付，在道理上也难以讲通。国际上实施存款保险的

国家，一般不再收缴存款准备金。即使有，存款准备金率一般也不超过5%。

第二，切实增强央行及货币政策的独立性。今后，央行着重关注国内币值稳定和国际收支管理，而经济发展、社会就业，包括与此相关联的抑制汇率过快上涨等，则需要财政和央行密切配合，共同努力。同时，经过这种处理，央行的货币政策传导将不再过多地依赖法定存款准备金率的调节，将促进央行更多地创新和有效利用各种金融工具，有效调节，保持合理的货币总量规模。

第三，如实反映中央政府的负债率。考虑到以往完全由中央银行购买外汇抑制人民币汇率的过快上涨，已经超出了央行的职责范围，在很大程度上承担了财政的职责，给财政提供了隐形的债务支持，现在应该予以拨乱反正，减轻央行的压力。而且，我国中央政府的债务负担相对于国际上主要国家而言还是相当低的，再增加几十亿元国债都是完全能够承受的。

第四，可能推动货币总量和金融结构发生重大变化。直接融资将更加活跃，利率市场化将明显加快，资金利用效率将明显提高，实现盘活存量、调整结构，为货币总量消肿的目标。当然，这势必对我国金融格局产生深刻的影响，特别是可能对目前作为金融支柱的银行业产生重大冲击。在银行存款被分流后，银行存贷比监管指标应该考虑尽快取消，纳入货币总量考核的银行存款指标范围应该进一步扩充。

总之，发行专项国债，分流央行外汇，必将推动货币、金融体系乃至财税体制的深化改革，深刻改变我国的金融格局，切实强化市场机制的决定性作用，更有效发挥宏观调控政策的作用。

---

1. 2015年2月13日发表于“王永利”微信公众号。

“一带一路”倡议——影响全球的重大战略规划㊟

全球金融危机之后急需全球化协同发展的新思路、新战略。而“一带一路”倡议有可能形成不同于以往的全球化发展新模式，形成世界经济新规则、新秩序、新格局。在此过程中，中国既要积极又要稳妥，处理好各种关系，包括勿随意动用外汇储备。

“一带一路”倡议是推动区域乃至全球协同发展的大战略

“一带一路”倡议尽管由中国提出并积极推动，但它并不是仅仅立足中国，促进中国发展的国家战略，而是以历史上曾经连接东亚、中亚和南亚，乃至非洲和欧洲的“陆上丝绸之路”与“海上丝绸之路”为基础，传承和发扬光大“丝绸之路”体现与蕴含的“对外开放、互通有无、平等交换、睦邻友好、和平发展、互利共赢”的理念，联合相关国家和地区共同参与，运用新的技术和创新思维，建设更加通畅、高效、广泛的新丝路，实现区域内的互联互通和协同发展，并以此为范本，进一步向全球推广，推动全球实现新的一体化协调发展。因此，它更是一个推动区域内或全球性协同发展的新思维、大战略。不仅对开创中国全方位对外开放新格局，并推动中国经济结构调整和稳定发展具有重大意义，而且对促进地区乃至世界和平发展，探索新的区域化、全球化发展模式具有重大意义。

有人将此归结为“中国版马歇尔计划”，但实际上这与“马歇尔计划”存在很大的不同，二者不能相提并论。

“马歇尔计划”的官方名字是“欧洲复兴计划”，是第二次世界大战之后，美国出于拉拢和强化欧洲国家与美国的军事和经济联盟，遏制苏联共产主义在欧洲的扩张，消化美国的过剩产能等考虑，所做出的对战后百废待兴的欧洲国家进行大规模资本援助的战略安排。“马歇尔计划”不仅有力地支持了战后西欧的经济复兴，也带动了美国的出口和经济稳定，以美国为首的西方资本主义阵营，与以苏联为首的东方社会主义阵营相互对立、不断分化，少部分国家形成中间派犹豫观望。在种种原因的影响下，两大阵营的发展不断拉大差距，经济发展和生活水平严重失衡，矛盾和冲突不断加剧，越来越严重地威胁着世界的和平与稳定。由此可见，“马歇尔计划”的利益主体、思维模式、运作方式、战略目标等，与“一带一路”倡议存在很大的不同，特别是前者分割了世界，阻碍了全球化发展，而后者高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，更注重区域和全球合作，打造政治互信、经济融合、文化包容的利益共同体和命运共同体，造福沿线国家人民，促进人类文明进步，推动全球化的新发展。因此，不宜将“一带一路”倡议称为“中国版马歇尔计划”。

全球金融危机之后特别需要全球化协同发展的新思路、新战略

2008年爆发的全球金融危机和经济衰退，使很多人将其与20世纪30年代同样从美国爆发并席卷全球的“大萧条”相提并论，认为是百年一遇的大危机。全球金融危机爆发后，世界主要经济体一度加强联合，形成二十国集团峰会机制，采取了力度空前的联合救市行动，有效遏制了金融市场的剧烈波动和世界经济的严重衰退。但随着时间的延伸，世界经济深层次的问题不断暴露，不断加码的刺激政策尽管缓解了眼前的危机，但却并没有出现人们所期待的经济快速反弹，甚至连人们普遍担心的由于大规模刺激政策的实施而导致严重通货膨胀的局面都没有出现，反而出现了越来越普遍和不断加重的通货紧缩局面。危机爆发六年之后，世界经济呈现出越来越明显的“此起彼伏、

整体低迷”的“新常态”。而在这个过程中，世界范围内的贸易保护主义明显抬头，各国货币竞争性贬值明显增强，国际资本的流动更加频繁而不稳定，主要经济体更加注重保护本国利益，全球化进程明显受阻甚至退化。金融危机爆发后，有一种很有影响力的观点认为，危机爆发的根源在于主要经济体之间投资和贸易的失衡，因此，强烈呼吁各主要经济体推动经济转型和结构调整，实现投资、消费和外贸的自我平衡。这也在一定程度上抑制了全球化的发展，实际上并不一定准确和合理。

由于人文和资源禀赋不同，需要通过全球化实行资源整合和优势互补。因此全球化是人类社会的必然方向。

第二次世界大战之后，两大阵营相互对立、相互隔离的局面严重抑制了全球化的发展，两大阵营的分化和巨大落差也严重威胁着世界的和平与发展。西方阵营在封锁东方阵营的同时，也使自己的原材料来源与产成品市场受到束缚，发展的空间受到约束，最终也面临严重的滞胀威胁，并使世界经济增长陷入困境。这种违反人类社会发展方向的格局必将被冲破。从20世纪60年代开始，一些中间派国家开始倾向西方阵营，推动改革开放，吸引西方阵营的资本和技术流入，实现了令人瞩目的发展成果，推动新一轮全球化拉开序幕。这又进一步加大了东方阵营的压力和内部矛盾，最终社会主义国家也纷纷推行改革开放，特别是人口最大、经济发展和生活水平非常落后的中国加入改革开放大潮，以其巨大的原材料、劳动力和产成品市场潜力，吸引大量国际资本和产能涌入，推动经济金融全球化高速发展。

但由于人类逐利本性和信息不充分、不对称的客观存在，全球化高速发展所依托的资本和产能的大规模转移，在推动经济金融快速发展的同时，也不断聚集着产能和流动性过剩的隐患。新的市场空间越大，吸引的产能和资本转移规模越大，就越可能造成严重的产能和流动性过剩，并最终形成严重的金融危机和经济衰退。1929—1933年从

美国爆发的“大萧条”和2008年从美国爆发的金融大危机，根本上都是如此。

美洲新大陆的开发，特别是美国的崛起，吸引大量产能和资本流向美洲，特别是流入美国，在推动美国和欧洲经济金融快速发展的同时，也不断改变着欧洲的格局，激化着欧洲的矛盾，推动着欧洲的大革命乃至引发第一次世界大战。这又推动更多的欧洲产能和资本以及全球人力流向美国，美国在满足自身生产和生活需要的同时，又越来越多地转向欧洲殖民地甚至欧洲本土出口产品。第一次世界大战尽管对人员造成严重伤害，但对产能的破坏并不严重，以至于第一次世界大战过后，欧洲很快恢复生产，这就造成美欧整体上严重的产能过剩，而此前大量聚集产能和资本的美国就更加突出。因此，危机从美国率先爆发，进而席卷欧洲及其殖民地国家，形成了“大萧条”。

与美洲开发特别是美国崛起吸引大量国际资本和产能流入，最终造成严重的产能和流动性过剩并酿成全球经济大萧条一样，发展中国家特别是社会主义国家的改革开放为世界提供了巨大的市场空间，其规模和潜力远远超过当年的美洲和美国，而且交通和通信的条件也大大改进，因此，也就吸引了更大规模的国际资本和产能不断从过剩的国家和地区流入更有潜力的国家及地区，并在国际资本和产能大规模转移的过程中，不断造成大大小小的金融或经济危机，迫使相关国家为了应对冲击而进一步扩大货币投放，最终形成全球性产能和流动性的严重过剩，再次引发全球性金融大危机和经济大衰退。

值得注意的是，全球化不必然导致危机，人类对利益的无限制追求，叠加信息不充分、不对称才是危机产生的重要原因，因此，不能因为危机而否定全球化发展。在当前全球经济下行压力较大背景下，更是需要协同发展。而“一带一路”倡议正是顺应时代气息，展示出了中国领导人的智慧与胸怀。

“一带一路”倡议必将在全球化新发展中产生深刻影响

中国深刻理解和高度重视经济全球化、一体化发展的重要性，坚信只有坚持对外开放，深度融入世界经济，才能实现可持续发展，自觉将中国梦与亚太梦、世界梦融合在一起。面对全球金融危机爆发后世界经济的新格局、新形势，中国积极倡导和大力推动“一带一路”倡议，本着互利共赢的原则加强与沿线国家开展协商合作，加强基础设施建设，促进相关的区域互联互通，努力创建一个具有包容性的巨大的沟通、合作和发展平台，针对各国资源潜力和发展差别，不断挖掘新的增长点和驱动力，全力推动改革创新，共同规划发展愿景，共同应对全球性挑战，共建互信、包容、合作、共赢的经济合作伙伴关系。

经过一年多的宣传、倡导、规划和推动，由中国提出并积极推动的“一带一路”倡议已经在区域内和国际上产生了深刻影响，获得了良好的开端。尽管“一带一路”倡议由于涉及面广，国际影响力大，其落地实施的难度和挑战也将很大，但其符合全球化发展方向，顺应时代发展潮流，发展大势不可阻挡，相信其在未来全球化新发展中必将产生深刻的影响和丰硕的成果。在推动区域性、全球化经济发展的进程中，中国也必将更加强大，并承担更大的责任、发挥更大的作用。

其中，具有深刻意义的是，“一带一路”倡议有可能形成不同于以往的全球化发展新模式，形成世界经济新规则、新秩序、新格局。

自第二次世界大战以来，世界上逐渐形成了由西方发达国家主导的国际经济金融组织、规则和秩序，包括世界贸易总协定、布雷顿森林体系、国际货币基金组织、世界银行等。随着东方社会主义阵营的瓦解，社会主义国家纷纷推动改革开放并融入西方发达国家主导的经

济金融体系，特别是在美国成为全球绝对霸主之后，资本的影响力明显增强，联合国等国际组织的作用被削弱，全世界的贫富差距快速拉大，经济金融危机和社会矛盾不断加重，地缘政治矛盾甚至局部战争不断爆发，世界经济与人类社会的发展面临严峻的挑战。

“一带一路”倡议将是主要由发展中国家主导的区域性合作安排，更加强调平等、合作、发展、共赢。倡议的推动落实，不仅要推动沿线国家和地区的经济发展，更要注重形成新的区域化、全球化发展模式、新格局，以及新的区域化合作新机制、新规则、新秩序，推动世界经济、金融体系改革，探索新的经济、社会发展道路。这需要更多的理论探讨和实践探索。

中国推动“一带一路”倡议既要积极，又要稳妥

“一带一路”倡议已经成为中国统筹国内国际两个大局的重大决策，具有极其深刻而长远的意义，必须积极推进落实。但“一带一路”倡议又是一项涉及几十个国家和地区，经济社会文化环境相差巨大，世界大国竞争激烈，影响因素非常复杂的宏大系统工程，光有激情不讲科学是不行的，必须积极而又稳妥地加以推进。

第一，必须加强整体规划和顶层设计。要放眼“一带一路”倡议整个区域统筹布局，加强与沿线国家的沟通和发展规划的衔接，远近结合、突出重点，统筹考虑需要与可能，综合平衡各种收益与各种风险，强调中国与相关国家的合作共赢，加强风险防范。

第二，要处理好政府与市场的关系。政府要更多地加强整体规划和宣传，但要尽可能地减少直接参与项目建设和管理，而要充分调动社会力量和市场主体的积极性。在推动“一带一路”倡议上，要防止国内出现“大跃进化”“运动式”的局面，以及内热外冷的局面。在全球性产能过剩、有效需求不足的情况下，道路等基础设施建设以及矿产资源开发等，要强调有效需求，不能盲目扩张，以防止形成新的

过剩和造成重大损失。在向海外转移产能的同时，要加快国内产业结构调整和升级换代。

第三，要创新投融资渠道和方式，加强资金支持和保障。随着中国经济进入中高速发展的新常态，中国财政收入的增长也可能进入个位数新阶段，国内财政收支的压力明显加大，要完全依靠国内资金支持“一带一路”倡议是不现实的，应尽可能吸引沿线国家当地资本或者国际资本加入。要充分发挥亚洲基础设施投资银行、丝路基金、金砖国家开发银行等金融组织的作用，广泛筹集和有效利用国际资本与社会资本。要积极推动人民币的使用，加快人民币的国际化进程。

其中还需要注意，中国不能过度聚焦和随意动用国家外汇储备。尽管我国拥有世界上规模最大的国家外汇储备，但2015年下半年以来已经出现明显的下降态势，特别是所谓的国家外汇储备，是中央银行投放人民币换取的外汇，实际上是一种货币储备物，主要应该用以维持人民币币值的稳定。这不同于一些国家，由国家财政部门购买的外汇才是国家外汇储备，才能由政府安排使用。因此，能否直接动用国家外汇储备（或者由财政购买后动用），能够动用多少外汇储备，还需要认真斟酌。

第四，对人民币国际化（大量流出境外），以及中国由净资本投入国转变成为净资本输出国可能对我国的货币管理、外汇管理、外债管理，以及GDP（而非GNP）增长、国家财政收入和综合国力产生的影响等，需要认真研究，及时调整和完善相关的法规与制度。

---

1. 2015年2月5日发表于“王永利”微信公众号。

第二部分
政策工具平衡

危机肇因之一是流动性过剩。对比中美两国的GDP，难免给人“中国货币总量过于肿胀”的感觉，原因何在？中国央行资产负债结构如何？在经济新常态下，为了应对各种变局，作为宏观调控的两种政策工具又该如何协调配合？

第四章
中国的货币调控政策

中国的货币总量急需消肿[注]

如何消肿？其举措诸如，控制央行外币占款的增长、发展直接融资、全面深化改革，“一行三会”联合组织跨金融领域的调查组——保证金融数据的真实性、准确性。简而言之，既要控制和用好增量，又要调整和盘活存量。

到2014年6月末，中国的货币总量（M2）已经达到120.96万亿元，同比增长14.7%，相当于1999年末11.99万亿元的10倍有余，成为21世纪以来主要经济体中货币增长量最快的国家，也是目前全球货币总量最大的国家。按照6.15的汇率，2014年6月末的货币总量折合19.67万亿美元，远远超过美国的11.21万亿美元。但与此形成鲜明对比的是，中国的GDP尚未达到美国的60%。这个巨大反差，难免给人“中国货币总量过于肿胀”、存在严重的低效扩张的感觉，不能不引起中国的高度警惕和认真分析。

货币总量“过于肿胀”的主要原因

1．央行外汇储备迅猛增长，基础货币投放加快扩张

央行购买外汇投放货币，是央行投放基础货币的一个重要渠道，与央行购买黄金投放货币并无二致，分别形成央行的外汇储备和黄金储备。央行购买外汇投放的基础货币表现为央行的“外币占款”，进入21世纪之后快速增长。1999年末，央行外币占款为1.4万亿元，到2013年末，已经增加到26.43万亿元，增长了18倍多。外币占款占到央

行资产总额的83.3%，成为中国央行资产结构中与其他国家央行最为不同、非常突出的地方。

中央银行用本国货币购买外汇，都会转化成为出售外汇的企业或个人在银行的存款。而存款会支持银行的贷款，贷款又会转化为新的存款，形成货币信用创造和投放新的渠道，以及贷款的货币乘数效应。没有外币占款投放的基础货币，我国银行贷款难以达到现有的规模。正是从这个角度看，中国2000年以来货币增长中最重要的影响因素，非央行外币占款莫属。

在央行外币占款大幅度增长的情况下，为了控制货币总量的过快增长，从2003年开始，中国央行相应提高了商业银行的法定存款准备金率，最高时大型银行达到21.5%，之后有所降低。这使存款准备金率的调整成为这个时期重要的货币政策工具。2013年末存款准备金冻结资金大约在18万亿元以上，从而通过收缩商业银行流动性，间接抑制其贷款投放，控制货币总量的过快增长。当然，这种措施并不能对冲央行购汇投放的基础货币，而且法定存款准备金与外币占款仍有很大差距，这都会支持货币的再创造。同时，采取这种措施，也使法定存款准备金在中国央行负债总额中的比重维持在60%上下，这也成为中国央行负债结构中与其他国家央行最为不同、非常突出的地方。

2．社会融资结构不同，间接融资比重太高

在社会融资方式中，直接融资并不会扩大货币总量，只有间接融资才会扩大货币总量。因此，在同样的社会融资规模下，间接融资与直接融资对货币总量的影响完全不同。在同样的经济总量下，间接融资占比高的国家所产生的货币量将大大高于间接融资占比低的国家。撇开融资结构的变化简单用货币总量的变化来判断通货膨胀或紧缩是不科学的。

在中国，自从2007年以来，股票市场持续低迷，股价指数大幅度下降，甚至一度停止新股发行。尽管也推出了创业板、中小板股票市场以及公募和私募基金等，信托业也高速发展，但总体上规模有限、影响不大。另外，债券市场尽管有所扩张，但最主要的购买者还是银行，仍然是以间接融资为主。这就很容易造成我国M2/GDP大大高于美国等直接融资发达国家。而且，由于直接融资不发达，特别是股权投融资不发达，也很容易造成社会负债率或杠杆率快速上升和居高不下。社会资金高度依赖银行进行集中和配置，缺乏来自股票市场、债券市场、基金、信托等金融领域的有效竞争和制衡，也使银行业在金融领域的影响力和支配权大大增强，容易左右资金的价格和配置，获取远超出实体经济水平的资本回报。特别是在国有银行占据绝对控制地位的情况下，相同的股东，很容易形成与国有银行相同的市场行为取向，形成合力影响市场、抵制竞争。这就会抑制金融市场化进程，使市场难以有效发挥在资金配置中的决定性作用。同时，这种格局也使金融风险更多地集中到银行身上，使银行承担了更多的社会责任和压力，并不断增加其资本筹集的需求。

3．政府刺激经济，助推社会加杠杆而非去杠杆

2008年全球金融危机爆发后，美欧日等发达经济体普遍出现企业和居民以及金融部门大幅度降低杠杆率，造成严重的通货紧缩和经济衰退，迫使中央政府，特别是中央银行推出力度空前的救市举措。其中，美英央行除了大幅度降低基准利率外，还推出了非传统的量化宽松货币政策，造成央行资产负债规模急剧扩张，给人以强烈的“开足马力印钞票”的感觉。但美英两国央行资产负债的急剧扩张，更多的是用于弥补社会去杠杆化造成的货币总量缺口，其货币总量并没有出现一些人想象的那种乘数化扩张的结果，也没有带来严重的通货膨胀的威胁。以2013年末货币总量与2007年末相比，美国只增长了48%，年均增长不足7%，英国只增长了30%，年均增长不足5%。另外，日本和欧元区在危机之后央行资产负债扩张速度较低（以2013年末与2007年末

相比，日本央行相当于2倍，欧洲央行不足2倍），2013年末货币总量与2007年末相比，都只是增长了14%，年均增长2%。由于社会去杠杆力度以及央行救市力度不同，目前美英两国呈现较明显的复苏迹象，而日本与欧元区则仍面临通缩压力，经济复苏仍然相当乏力。

与前述国家明显不同的是，中国在全球金融危机爆发后，迅速调整宏观政策取向，推出了强力的经济刺激举措，大规模扩大投资，推动全社会快速提升杠杆或负债率。因此，在央行资产负债规模扩张远远低于美英等国的情况下，中国货币总量的扩张却远远超出这些国家：以2013年末与2007年末相比，中国央行资产负债规模相当于1.88倍，而货币总量却增长了1.74倍，年均增长超过18%。

与前述发达国家相比，金融危机爆发后，中国采取的更多的是经济刺激措施，重点是扩大政府主导的项目投资，而发达国家更多的是救市举措，主要是降低基准利率、扩大基础货币投放。在中国，经济刺激政策调动的资源更多的是由政府配置，市场竞争和优胜劣汰机制在资源配置中的决定性作用难以有效发挥。而发达国家的救市举措更多的是普遍的量化宽松和利率下调，但资源配置仍然由市场发挥基础作用，强调市场竞争和优胜劣汰，政府的行政干预很少。这就使中国经济尽管在金融危机爆发后能够在主要经济体中率先止跌回升，从2008年、2009年的9.6%、9.2%迅速反弹到2010年的10.4%，为世界经济的稳定和发展做出了巨大贡献，也大大提升了中国的国际影响力和国际地位，但却由此大大削弱了经济增长的潜力和后劲，影响了市场机制的建设和资源配置的效率与公平，之后经济发展下行压力明显加大。在不断实施“微刺激”“定向调节”的情况下，2012年、2013年的经济增长都维持在7.7%的水平，2014年第二季度经济增长虽然比第一季度略微上升到7.5%，但上半年整体增长仍维持在7.4%的水平；而货币总量已比上年底增长了9.32%，比上年同期增长14.7%，明显高于年初确定的13%的目标。其中，6月货币总量比上月增加了2.73万亿元，其增长幅度是非常惊人的。在投资效率和效益明显下滑、债务和

金融风险快速聚集，货币总量严重肿胀的情况下，这种不断拉高杠杆的做法已经难以为继。在金融危机爆发后，中国一直在拉高杠杆，而并没有压低杠杆，一旦资源用尽，进入去杠杆化进程，经济发展面临的挑战和压力将大大超出此前金融危机带来的冲击。从这个角度讲，中国经济发展真正的严峻考验可能才刚刚开始。

4．银行存款冲时点，造成季末货币总量存在水分

近年来，我国商业银行存款季末冲时点现象愈演愈烈，已经形成比较稳定的“季末冲高，季后首月回落，次月趋稳，末月再冲高”的态势，并成为中国货币总量变化及金融运行不同于其他国家非常独特的“风景线”。这种现象存在的原因是什么？季末资金从哪里来？季后资金又到哪里去？资金成本有多高？银行是如何列支的？收入方是如何处理的？存款的大幅波动是否真实合理？是否影响货币总量的真实反映和宏观政策的正确决定？如此等等，需要认真核查和分析研究。

必须采取措施有效控制货币总量的低效扩张

针对前述货币总量过于肿胀的原因，控制货币总量的低效扩张，应该采取以下措施。

第一，要控制央行外币占款的增长，最重要的就是减少央行对人民币汇率的干预力度，扩大人民币兑美元等主要货币汇率的浮动范围，增强汇率的市场化水平，逐步实现“藏汇于民”的设想。同时，要调整国家招商引资政策，提高国内产业节能减排、环境保护、资源税收、消费者保护等方面的要求或标准，降低外资的投资回报预期，抑制不合理的资本流入。

第二，要大力发展直接融资，优化社会融资结构。按照中央关于大力发展宽容式、多层次资本市场的要求，按照市场化原则，切实改

进金融监管的内容和方式方法，放宽市场管制和准入，加大信息真实性和透明度的检查监督，对弄虚作假和欺骗投资者的行为要严厉打击，培育良好的市场环境，促进地方债、企业债（公司债）、金融机构债等，以及各类股票市场、基金、信托、网络借贷等直接融资渠道的发展，促进直接融资比重的提升。

第三，要全面深化改革，充分发挥市场机制作用，提高社会资金配置的公平性和有效性。其中，最重要的就是深化行政体制改革，加快政府职能转变，减少行政审批或资格审批，充分发挥市场公平竞争、优胜劣汰机制在资源配置中的决定性作用，通过提高资金利用效率，抑制货币总量的控制。

第四，“一行三会”应该联合组织跨金融领域的调查组，对银行存款“冲时点”问题进行彻底排查，尽快解决存在的问题，保证金融数据的真实性、准确性。

当然，仅仅着眼于控制和用好增量，而忽视调整和盘活存量，其效果将难以达到预期。对已经超过120万亿元规模的巨大货币存量，更应该着重研究，努力盘活。其中，考虑到央行外币占款规模巨大，并成为21世纪以来我国货币扩张最重要的影响因素，盘活货币存量也自然应该从调整压缩央行外汇储备和外币占款入手。由此，一个可能的方案是：由财政部向央行购买外汇，压缩央行外币占款，逐步回笼基础货币。具体设想如下。

第一，财政部购买外汇的规模。到2014年6月末，央行外汇储备余额为3.99万亿美元，考虑到外汇储备的投资收益，以及人民币国际化对外汇使用的替代作用，央行外汇储备很快达到4万亿美元应该不成问题。从各种因素综合考虑，央行保持2万亿美元外汇储备已经足够，可以释放2万亿美元转让给财政部。按照目前人民币兑美元汇率6.15左右或按照2009年以来央行新增2万亿美元的平均成本（估计不超过7元），购买2万亿美元大概需要12万亿~ 14万亿元人民币。

第二，财政部购汇的资金来源和操作路径。建议由财政部发行不超过14万亿元的专项国债来解决资金问题。在具体操作上，为了避免对整个社会流动性产生重大影响，可以先拿出一部分直接面向企事业单位和个人发售，确定市场一般价格，并直接用于向央行购买外汇，实现回笼基础货币、压缩货币总量的意图。其余部分按照同样价格面向银行发行。商业银行在其向央行缴存的法定存款准备金范围内认购。认购后，由央行扣减商业银行存款准备金，转入财政部专项国债账户。同时，将外汇转入财政部指定账户，相应扣减财政部专项国债账户资金，冲减央行外币占款。后一部分尽管不能即刻实现基础货币回笼、压缩货币总量的意图，但可以鼓励商业银行将持有的专项国债拿到债券市场进行交易，逐步回落基础货币、收缩货币总量。

第三，应该鼓励部分专项国债入市流通，促进我国债市发展。如果增加12万亿~ 14万亿元可流通的国债规模，则将大大扩展我国债券市场容量，促进直接融资的发展，并为人民币国际化以后大量人民币的回流提供必要的市场基础支撑。通过大量的国债交易，也有利于人民币基准利率的发现和培育，并有利于促进上海国际金融中心建设。

第四，形成财政外汇储备与央行外汇储备相互配合，财政政策和货币政策密切协作的机制。财政部向央行购买2万亿美元左右外汇储备，形成真正可由国家支配使用的国家外汇储备或者财政外汇储备，并与“央行外汇储备”并列，有利于进一步明确财政部和央行各自的职责范围，更好地发挥各自的职能并加强相互之间的配合与协调。长期以来，我们习惯性地将外汇全部集中到中央银行统一管理，并把央行投放基础货币购买的外汇储备叫作国家外汇储备，实际上这是不妥的。因为央行购买外汇形成的是货币储备，对应的是央行对社会的负债，政府是不能像财政结余一样随意动用的。而央行统一负责外汇买卖，特别是在外汇大量流入时，为了避免人民币汇率过快上涨而影响出口、影响经济、影响就业等方面的稳定和发展，不得不大量买入外汇，就会失去货币政策的独立性，实际上承担了很多财政的职责，并

影响了财政和财政政策功能的充分发挥。在外汇储备和货币理论上也容易产生模糊和混乱，在实践上也容易产生误导和差错。同时，所有的外汇储备都交由央行统一经营，也很容易受制于保持流动性和币值稳定的需要，使外汇经营偏重于低风险、短期化的安排，影响外汇储备的经营收益。

财政部购买2万亿美元后，与央行更多地注重流动性、低风险和短期投资不同，可以更注重国家中长期战略的实施，更多地用于中长期和战略性的投资安排，包括向金砖国家开发银行和金砖国家应急储备基金等方面的投资，提高外汇储备的利用效率。在央行需要增加外汇储备时，财政部也可以优先给予支持。

实施上述方案后，还将给金融和财政带来一系列新的变化。

第一，商业银行由此可能降低存款准备金12万亿~ 13万亿元，有效降低存款准备金率，缓解商业银行经营压力。而且，严格地讲，商业银行缴纳高比例的巨额存款准备金，央行也就在很大程度上应该承担保证商业银行流动性或偿付存款的义务。如果央行要向存款保险转嫁一部分义务，存款保证金率也应该相应调整。

第二，逐步实行央行货币政策，调控从数量型转向价格型。央行货币政策传导不再过多依赖准备金率，而是通过公开市场操作。

第三，由财政部发行专项国债向央行购买外汇，势必大幅度提高中央政府的负债率。但考虑到以往完全由中央银行购买外汇抑制人民币汇率的过快上涨，已经超出了央行的职责范围，在很大程度上承担了财政部的职责，给财政部提供了隐形的财务支持，现在应该予以拨乱反正，合理划分财政部与央行的职责，减轻央行的压力。同时，我国中央政府的债务负担相对于国际上主要国家而言并不高，增加这部分国债应该是能够承受的。当然，这也将增加财政部的债务压力和管

理外汇储备的压力。财政部购买外汇储备以及如何管理和经营，也要尽快拿出制度办法。

第四，推动货币总量逐步“消肿”，规模在一定的阶段内可能不增反降。与前面所述的各方面措施共同推进，有可能使我国的货币总量不增反降，但直接融资将更加活跃，利率市场化将明显加快，资金利用效率将明显提高。所以，通过盘活存量、调整结构实现的货币总量收缩，并不一定造成实际的通货紧缩，对此，要有清醒的认识和心理准备。但是，必须看到的是，这种结果的出现，势必对我国金融格局产生深刻的影响，特别是可能对目前作为金融支柱的银行业产生重大冲击。对此，也要引起各方面的警惕并积极加以应对。

总之，由财政部向央行购买外汇的安排，再与全面深化改革，特别是深化财税、金融体制改革的推进相配套，必将产生非常深远的影响，可谓意义重大。由于涉及面很广、资金规模庞大，所以这个方案需要政府相关部门组织力量认真研究、审慎决策，拿出方案后还需要报请全国人民代表大会审议通过才能实施。

---

1. 2014年7月10日发表于《国际金融研究》。

外汇占款波动，货币政策取向如何？㊟

央行外汇占款持续走低始于2014年6月，综合考虑，我国外汇储备和外汇占款高速持续增长的态势难以继续，这个变化将使央行长期以来投放基础货币最主要的渠道被收紧，甚至成为倒吸的管道。对此，货币政策取向亦需要相应做出重大调整。

1990年以来央行外汇占款持续增长

新中国成立以来，外汇一直都是我国最急需、最紧缺的资源，国家一直都为外汇储备太少而发愁、头疼。因此，外汇也成为国家管制最为严格的资源，长时间实施严格的强制结售汇制度，将全社会的外汇在最大限度上集中到中国人民银行，形成国家外汇储备。但是，到1978年末国家外汇储备仅为1.67亿美元，1980年甚至为-12.96亿美元。

实施改革开放政策后，我国不断强化政策优惠推动招商引资，海外华侨的个人汇款也逐步增多。相应地，国家外汇储备也不断增加，但直到1989年末，外汇储备余额也仅为55.5亿美元。之后，随着改革开放和招商引资力度的不断加大，特别是从1994年初开始实施外汇管理体制改革，有力地推动了外汇储备的增长。到1994年末，国家外汇储备突破500亿美元，2001年末突破2000亿美元。2001年12月中国加入世界贸易组织之后，国家外汇储备更是迅猛增长，到2006年突破1万亿美元，首次超过日本，成为世界最大的外汇储备国，2009年4月突破2万亿美元，2011年3月末即突破3万亿美元。在此期间的高速增长举世

瞩目，2014年末外汇储备规模达到3.84万亿美元，远远超过日本，稳居世界第一。

与国家外汇储备持续快速增长相对应的是，中央银行的外汇占款也在持续快速扩张。从央行披露的数字看，1999年末不足1.41万亿元，到2014年末达到27.07万亿元，是1999年末的19倍。当然，央行外汇占款与外汇储备的变化并不是按照固定比例绝对对应的。外汇占款是央行买卖外汇所发生的人民币收支净余额，其变化既受到外汇买卖结余规模的影响，也受到外汇买卖价格变化的影响。而外汇储备有些影响因素并不会影响外汇占款的变化，例如，外汇储备收益的发生、其他货币折合美元的变化、用外汇储备购买黄金或者安排其他用途等。因此，从对货币总量的影响角度来看，更需要关注的是央行外汇占款的变化。

外汇占款的持续快速增长，直接造成央行资产负债规模和广义货币总量的快速扩张

到2014年末，中国央行的资产负债规模达33.82万亿元，按6.15的比率，接近5.5万亿美元，远远超过美联储4.54万亿美元的规模，其他国家央行更是望尘莫及，成为世界上规模最大的央行，尽管中国GDP的规模与美国相比仍有很大的差距。

除了规模最大之外，中国央行资产负债结构还存在非常突出的特点。

在资产方面，中国央行最主要的资产是“外汇”（即外汇占款），到2014年末达到27.07万亿元，占资产总额的80.02%，比2000年末的37.6%提高了42.42个百分点。外汇占款如此大的规模和占比，是其他国家央行根本不具备的，即使在国家外汇储备规模世界第二的日本，其央行2014年末外汇占款的规模折合人民币也不足3000亿元，而央行“对金融机构的债权”占资产总额的比重只有9.71%，相比2000年

末的56.15%，下降了46.44个百分点。这也大大低于其他国家央行“对金融机构债权”在资产总额中的比重。

在负债方面，到2014年末，中国央行最主要的负债是“对金融机构的负债”。其中，约80%是金融机构缴存的法定存款准备金，占其负债总额的67.55%，占比较2000年末提高了26.89个百分点，远远高于其他国家央行这个项目的水平。央行“货币发行”占其负债总额的19.85%，占比较2000年末下降了20.61个百分点。

同时，由于央行购买外汇投放的货币属于央行的基础货币投放，会直接扩大广义货币总量。不仅如此，由于商业银行的存款又会支持其发放贷款，贷款则会进一步转化为存款，由此形成贷款派生货币的乘数效应。即使按照存款的60%发放贷款计算，2014年外汇占款比2000年末增加的25.54万亿元即可累计派生存款达63.77万亿元。对照同期我国广义货币总量增加额109万亿元而言，毫无疑问，外汇占款的增长成为这个时期我国广义货币总量快速扩张，并成为全世界货币总量规模最大国家最主要的影响因素。

在央行外汇占款持续高速增长的情况下，为了抑制货币总量随之过快增长并引发流动性过剩以及恶性通货膨胀，央行被迫采取措施收紧商业银行流动性，进而抑制其发放贷款、派生货币的能力。这包括回收央行再贷款或拆借资金、增发央行票据、提高法定存款准备金率等，自2003年9月开始，则越来越多地集中到提高存款准备金率上（作为法定存款准备金，央行调整存款准备金率更为方便，商业银行没有任何讨价还价的余地，只能无条件执行。而且存款准备金的利率水平也完全由央行决定，商业银行同样没有影响力。自2008年开始，存款准备金的年利率一直保持在1.62%没有变化，远远低于商业银行向央行拆借资金的利率水平，更低于商业银行贷款的平均利率水平。法定存款准备金成为商业银行流动性最差、收益率非常低的资金占用）。而存款准备金率的不断提高，则相应地增加了央行对金融机构的负债。

当然，由于央行的外汇占款已经转化成为售汇人的银行存款，增加到货币总量上去了，而提高存款准备金率，只能间接抑制银行贷款再派生货币的规模，并不能完全对冲外汇占款投放的货币。因此，货币总量仍会在一定的程度上随外汇占款的增长而扩张。

我国人民币的存款准备金率自1999年11月起至2003年9月为6%。从2003年9月开始，随着央行外汇占款的不断扩张，央行也不断提高金融机构的存款准备金率。到2011年6月20日，大型金融机构的存款准备金率提高到21.5%，创下全世界的最高纪录。之后，基于外币占款增长趋缓，社会流动性趋紧，经济下行压力加大的状况，央行于2011年12月5日、2012年2月24日、2012年5月18日分别下调存款准备金率各0.5个百分点。大型金融机构的存款准备金率下调至20%，随后，存款准备金率的调整进入稳定期。进入2014年下半年，央行外汇占款呈现出较大的下行压力，央行于2015年2月5日再次下调金融机构的人民币存款准备金率0.5个百分点，大型金融机构的存款准备金率下调到19.5%。同时，对小微企业贷款占比达到规定标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外再降低0.5个百分点，对农业发展银行额外再降低4个百分点。

在外汇大量流入中国，推动人民币汇率快速升值的情况下，央行大量购买外汇，投放人民币，有力地平抑了人民币与外汇的供求关系，抑制了人民币汇率的过快升值，并将外汇主要集中到央行手中，形成世界最大规模的国家外汇储备，增强了央行对外汇的控制能力。同时，在外汇占款快速扩张的情况下，央行又采取相应提高存款准备金率等方法，冻结商业银行相关的流动性，间接地抑制货币总量的过快增长，抑制资产价格的过度上升和经济过热增长，在很大程度上避免了资产和经济泡沫的形成与积累，并为应对以后外汇大规模流出、外汇占款急速下降、流动性严重萎缩创造了重要条件。尽管这种做法会使央行的资产负债规模虚增，但如果没有这种做法，我国的货币总量规模将比现在大得多，经济和金融风险也将严峻得多，在外汇大规

模流入和集中流出的过程中，很容易遭受金融危机和经济衰退的严重冲击。这也使调整存款准备金率成为2003年以来我国无可替代的最重要的货币政策工具，发挥了至关重要的货币政策调节作用。可以说，根据外汇占款的变动灵活调整存款准备金率，成为中国货币政策工具的重要发明和成功经验。

当然，由于央行一方面大量购买外汇，扩大外汇占款和基础货币投放，另一方面又保持很高的存款准备金率，进而保持规模庞大的存款准备金，就造成了央行资产负债表中，一方面外汇占款成为其最大的资产项目，另一方面央行对金融机构的负债（其中最主要的是存款准备金，另外还有一般性的备付金存款等）又成为央行最主要的负债项目，并因此造成中国央行资产负债规模的虚增，以及广义货币总量世界最大。

央行外汇占款波动加大甚至出现增势逆转的势头

2011年8月之后，国家外汇储备和央行外汇占款的增长波动明显加大。2011年8月末，外汇储备余额3.26万亿美元，但12月末为3.18万亿美元，比8月末减少了814亿美元。2011年9月末外汇占款余额为23.38万亿元，到12月末为23.24万亿元，比9月末减少了1465亿元。2012年第一季度外汇储备有所增加，3月末为3.3万亿美元，但4月、5月明显下降，之后开始在波动中缓慢上升，到年末才达到3.31万亿美元，仅比3月末增加了66亿美元，比上年末增加1304亿美元。外汇占款的变化基本相同，同年3月末外汇占款余额为23.58万亿元，到年末为23.67万亿元，比3月末仅增加了870亿元，比上年末增加4281亿元，增长幅度大大低于以往的年份。

自2011年8月开始的外汇占款增长趋缓，相应造成基础货币投放收缩和社会流动性趋紧，经济增长下行压力增大。因此，央行及时调整

货币政策，于2011年12月5日、2012年2月24日、2012年5月18日连续下调存款准备金率各0.5个百分点，相应释放流动性。

2013年1—5月，央行外汇占款增长明显加速，到5月末，余额为24.99万亿元，比上年末增加1.33万亿元。但6—8月再次陷入低迷，6月出现负增长，8月末仅比5月末增加907亿元，大大低于此前社会预期，结果在6月造成市场“钱荒”（流动性紧张）。从9月开始，外汇占款增长再次加速，到年末达到26.43万亿元，比8月末增加1.34万亿元，全年增加2.76万亿元。

2014年1—5月外汇占款继续保持平稳较快增长的态势，到5月末，外汇占款余额27.23万亿元，比上年末增加8728亿元。但从6月开始，再次出现负增长，到年末达到27.07万亿元，比上年末增加6411亿元，但比5月末减少了2317亿元。

在2012年5月降低存款准备金率以后，尽管2013年以来外汇占款有很大增长（2012年5月末，央行外汇占款23.52万亿元，到2013年5月末，增长到25万亿元，增加了1.48万亿元，到2014年5月末，进一步增长到27.3万亿元，比2012年5月末增加了3.78万亿元），但考虑到经济增长下行压力依然很大，央行一直没有相应地提高存款准备金率，这实际上就是在实施隐性的宽松性货币政策，而且力度并不小，只是并没有引起人们的注意。也正因为如此，尽管从2014年6月开始央行外汇占款持续走低，央行为了消化前期因外汇占款扩张而增加的货币，并没有很快下调存款准备金率，而只是小规模地实施了两次定向降低存款准备金率。

但是，到2015年1月外汇占款与上年末基本持平，仍然呈现稳中有降的态势，而且经济增长和物价指数下行压力进一步加大，于是央行于2月5日加大了下调存款准备金率的力度。

综观2011年8月以来外汇占款的走势，其持续高速稳定增长的势头已经发生变化，增长的波动性明显加大，特别是2014年6月以来，甚至呈现出稳中趋降的态势。从各方面影响因素综合考虑，我国国家外汇储备和央行外汇占款长期以来保持高速持续增长的态势已经难以继续，今后出现增长趋稳甚至稳中有降的态势可能是大概率事件。而这个变化将使央行长期以来投放基础货币最主要的渠道被收紧、卡死甚至成为倒吸的管道，将对我国货币总量的增长产生极其重大的影响，对此必须高度警惕、积极应对，货币政策取向亦需要相应做出重大调整。如果外汇占款继续保持稳中有降的态势，央行就需要适时适度地下调存款准备金率，及时释放流动性，并降低商业银行低收益的存款准备金占用，进而推动降低市场利率水平和社会融资成本。同时，央行需要积极探索和灵活运用其他货币政策工具，努力维持社会流动性的适度充裕和金融体系的健康稳定。随着外汇占款和存款准备金率的下降，央行的资产负债规模有可能不增反降，资产负债的结构可能有所优化。

---

1. 2015年4月8日发表于“王永利”微信公众号。

货币总量影响因素与调控政策把握建议㊟

在稳增长形势严峻的背景下，在其他方面难有大的改进和作为的特殊阶段，货币政策必须发挥更大的作用。包括尽快明确经济增长的“底线”，使宏观调控的目标更加明确，进而准确把握宏观政策调整的力度。

货币投放的方式与环节

经典货币理论早已明确，货币总量=基础货币×货币乘数。这是从货币供应角度观察货币的一个重要等式，基础货币与货币乘数就是影响货币总量最重要的两个因素。

其中，基础货币是指货币当局直接投放的货币，货币乘数是指基础货币膨胀或派生的系数，即货币总量/基础货币的结果。

基础货币具体就是指央行公布的货币当局资产负债表中负债方的储备货币，包括货币发行（现金）与存款性金融机构存款两部分。之所以如此，是因为以下几个方面原因。

为了保持央行的独立性，并防止央行过度投放货币，世界各国一般都规定央行不得直接与政府、企业和个人发生交易及信用往来，而只能通过存款性金融机构进行（存款性金融机构属于商业性组织，需要自担风险、自负盈亏，如果过度提供信用投放货币，就可能造成严重的信用风险而破产倒闭，因此会抑制其过度创造和投放货币。相比而言，央行一般不能破产倒闭，对其过度创造和投放货币缺乏财务约束）。因此，央行基础货币投放，实际上都是先投放到存款性金融机

构，然后再通过存款性金融机构向全社会进行货币转投放和派生，成为货币投放的中介环节和扩张器。其基础货币回笼，也是面对存款性金融机构的回笼。这样就形成了货币投放的基本形式：央行投放基础货币→存款性金融机构转投放和派生货币→社会货币总量。

央行投放货币的方式主要是两种，即现金投放和记账投放。

现金投放就是央行在购买储备物或增加信用投放时，通过存款性金融机构投放现金货币，包括纸币和辅币，其“货币发行”的账面余额是指央行投放出去的现金减去回笼现金后的余额。

记账投放则是指央行在购买储备物（如黄金、外汇等）或增加信用投放时，并不支付现金，而是以记账方式增加存款性金融机构在央行账户的存款。存款性金融机构也会同样以增加政府、企业或个人账户存款的方式将货币投放出去。

在货币当局的资产负债表中，货币发行与存款性金融机构存款之间又会发生交互关系。例如，存款性金融机构向央行申领现金时，央行并不会无偿提供，而会相应扣减存款性金融机构在央行的存款准备金。反之，存款性金融机构向央行缴回现金时，央行也不能无偿收回，而会相应增加存款性金融机构在央行的存款准备金。这样，央行单纯为了调节现金数量而非买卖储备物进行的现金投放和回笼，一般而言，并不影响基础货币总量，而只影响基础货币的结构。

由于现金从印制、押送、收付、验钞（防伪）到销毁等成本非常高（要求特殊材质、防伪技术、武装护送、专门人员、配套设备和日常保管等），并且不利于反洗钱、反偷税漏税、反商业贿赂等，不符合绿色金融发展要求，世界各国都在努力推动非现金清算的发展。随着通信技术的发展，通过金融机构进行记账清算的方式快速发展。因此，在基础货币和货币总量中，现金的比重不断降低，有的国家已经

提出退出现金流通的计划。因此，未来基础货币中可能就只有存款性金融机构存款一个项目了。

由于货币投放存在中介环节和派生机制，所以在基础货币一定的情况下，货币乘数并不一定稳定不变，其最终形成的货币总量并不能事先确定，最终的货币总量还需要从货币在社会上的表现形态的角度进行统计。从货币的最终表现形态看，不外乎流通中现金和存款性金融机构吸收的存款（简单表述为银行存款），因此，在货币总量的统计上，又产生了新的表述：货币总量=流通中现金+银行存款。

其中，从货币流动性和对经济的影响角度，一般又进一步分为M0、M1、M2等（其中，M0=流通中现金；M1=M0+结算类活期存款，亦称为狭义货币；M2=M1+其他存款等，亦称广义货币）。这个公式主要反映货币政策运行的结果，其与“货币总量=基础货币×货币乘数”反映的角度和作用有所不同。

需要注意的是，基础货币中的货币发行与广义货币总量中的流通中现金可能不同，主要是货币发行中包含存款性金融机构自身持有的现金，而流通中现金则要将此部分扣除，真正反映社会上持有的货币数量。

货币总量的调节途径

从货币投放的基本环节可以看出，货币总量调节主要包括基础货币规模调节和货币乘数高低调节两方面。

1．基础货币调节

央行扩大或收缩基础货币规模，最主要的是以下两大类途径。

（1）扩大货币储备物收购或出让货币储备物。

（2）扩大或缩小央行对金融机构的信用投放。

其中，央行信用投放货币的具体工具又有很多，例如，再贷款、再贴现、银行间市场拆借、开办债券逆回购、央行票据到期偿还、短期借贷便利（Standing Lending Facility，SLF）、中期借贷便利（Medium-term Lending Facility，MLF）、抵押补充贷款（Pledged Supplementary Lending，PSL）等。每种工具又可以用于反向收缩货币投放，包括发行央行票据、开办债券正回购等。央行可以根据需要灵活应用，包括这些工具之间的相互替代。

央行调节基础货币投放的手段又有价格手段和行政手段两类。价格手段主要是通过资金价格的调节，并通过金融市场操作进行。行政手段主要是以法令或制度调整的方式，强制金融机构执行的手段，例如，定向发行央行票据、对金融机构强制结售汇等。

2. 货币乘数调节

货币总量的调节，除了基础货币规模调节之外，还需要对货币乘数的高低进行调节，而货币乘数主要表现为金融机构对基础货币的转投放和扩张能力。其中，非常重要的就是金融机构通过贷款等间接融资方式向社会提供资金，即“派生货币”的能力。

金融机构派生货币的渠道和方式也有很多，例如，各类银行贷款、票据贴现、应收账款贴现、银行购买有价证券等。金融机构派生货币能力的大小、速度的快慢，就直接表现为货币乘数的高低，又受到金融机构自身资金规模的大小、流动性的强弱，以及社会资金供求关系、金融监管的松紧等诸多因素的影响。

央行调节货币乘数的手段同样包括价格手段和行政手段两大类。

价格手段主要是通过央行对金融机构资金进出价格的调整，进而影响金融机构对社会资金供应价格的高低，影响社会资金供求关系，调节社会货币总量。这种调节是市场化的、间接的，需要金融机构的转化，存在央行货币政策意图的传导机制是否畅通的影响。

行政手段主要是央行通过调整监管要求的方式调节金融机构派生货币的能力，例如，提高或降低金融机构存贷款基准利率，包括扩大或缩小存贷款基准利差水平，实施或取消贷款规模管理，提高或降低金融机构存贷款比例，强化或弱化诸如资本充足率、流动性比率、不良资产拨备率等监管指标要求，国家强化或削弱对金融机构发放贷款或购买债券的行政干预等。

从我国不断强化市场经济发展，注重发挥市场在资源配置中的决定性作用的根本方向来看，货币乘数的调节应该更加注重创新、丰富和有效运用价格手段，而努力减少行政手段的运用。但有效运用价格手段的前提是要培育开放有序、公平竞争的良好市场环境，避免市场垄断，完善货币政策传导机制。否则，价格手段的运用效率和效果可能受到严重影响。

在我国，还有一个比较特殊的调节手段是央行对存款性金融机构法定存款准备金率的调节。存款性金融机构在央行的存款准备金分为一般存款准备金和法定存款准备金。一般存款准备金是存款性金融机构存放在央行，用于日常对外支付的准备金，这是金融机构流动性最强的资产。法定存款准备金是指央行强制性要求存款性金融机构按照规定范围内存款的余额和比例缴纳的，只能用于出现存款挤提等危机情况时，经央行批准才能动用的准备金。法定存款准备金不能用于日常对外支付，实际上属于被央行冻结的资金，在央行没有降低法定存款准备金率之前，存款性金融机构无法动用，属于其流动性最差的资产。

在我国，改革开放以来，特别是在2001年底加入世界贸易组织之后，外汇流入的规模不断扩大，外汇兑换人民币的需求迅速增强。为了抑制人民币汇率过快上涨，央行不得不大量购买外汇，形成外汇储备，但基础货币投放因此急剧扩张。为了抑制货币总量的过快增长，央行不得不采取措施回笼基础货币，包括收缩再贷款、再贴现、发行央行票据等。在这些措施的作用消失殆尽之后，从2003年开始，央行不断提高存款性金融机构的法定存款准备金率，减少一般存款准备金的规模，进而抑制派生货币的能力。到2011年最高时，大型商业银行的法定存款准备金率达到21.5%。从2011年底开始，随着央行外汇占款增长速度的下降甚至出现负增长，基础货币投放受到严重束缚，为了维持货币总量的合理增长，央行相应下调存款性金融机构的法定存款准备金率，扩大一般存款准备金的规模，增强派生货币的能力。

需要注意的是，法定存款准备金率的调整，并不会对基础货币的规模产生直接影响，但却会对货币乘数产生影响，从而影响货币总量的规模。法定存款准备金率的调整，不仅影响金融机构法定存款准备金的规模，而且还涉及法定存款准备金的利率（价格）水平和金融机构的利差收入问题。从2008年开始，央行将法定存款准备金利率调整为年利率1.62%并一直保持至今。尽管这高于一般存款准备金的利率水平，但却明显低于金融机构向央行拆借资金的利率，更是远远低于商业银行发放贷款的利率水平。因此提高法定存款准备金率，会造成金融机构整体利差水平的下降。而金融机构为了保证其预期的利差水平和盈利能力，往往又会通过提高贷款利率等方式将损失转嫁给社会融资人，从而会推高整个社会融资成本。相应地，央行降低法定存款准备金率，也会产生两方面的影响：扩大金融机构流动性和派生货币的能力；减少金融机构低息资金占用，扩大其利差收入。

在推动金融市场化、利率市场化的情况下，货币总量的变化，最根本的影响因素是社会资金的供需状况，而这又在很大程度上受制于资金价格。当社会资金需求旺盛，货币总量扩张过快时，央行应该收

紧基础货币投放，提高货币供应价格。当社会资金需求不足，货币总量过快收缩时，央行应该压低基础货币价格，尽力扩大基础货币供应，直至实施央行再贷款零利率、吸收金融机构存款负利率政策。在经济下滑、不良资产反弹，金融机构风险偏好收紧，不愿意遵从央行意图降低货币价格反而提高价格，出现严重惜贷现象并严重阻碍央行货币政策传导，以致影响社会融资需求和经济发展、社会稳定时，央行也可以采取定向调节的方式，对满足要求发放贷款的金融机构进行定向降息、降准等。在极端情况下，央行甚至可以采取非常规的做法，越过金融机构中介环节，直接面向社会进行融资，以便强化货币政策传导，进一步降低社会融资成本。

当前货币政策建议

从2011年开始，我国经济增长速度呈现出不断加强的下行态势。2015年以来，稳增长的压力更加突出。

根据国家统计局和央行的数据，2015年第一季度GDP仅增长7%，比上一季度下降0.3个百分点。到5月底，我国广义货币M2同比增长10.8%，尽管环比有所上升（4月底同比增长10.1%，创下1999年以来的最低纪录），但仍然相当低迷，离全年增长12%的目标存在很大差距。反映企业经济活跃度的狭义货币M1同比增长4.7%，环比上升1个百分点，但仍比上年同期低1个百分点，处于历史低位水平。4月底基础货币已经比上年底减少了0.3%，预计5月仍可能保持收缩态势；社会融资规模增量为1.22万亿元，比上年同期减少1387亿元。5月CPI同比增长1.2%，继续保持低位运行，连续9个月低于2%。PPI同比下降4.6%，环比下降0.1%，连续39个月环比下降。1—5月全社会固定资产投资同比名义增长11.4%，增速比1—4月回落0.6个百分点，处于2000年以来最低的水平范围。进出口贸易总值下降9.7%，大大低于预期目标。社会零售总额同比增长10.1%，增速比上年同期下降2.4个百分点。这些数

字都反映出当前我国经济下行的压力依然很大，稍有不慎，GDP增长率完全有可能跌破7%的全年预期目标。

造成这种状况的原因是非常复杂的，也是长期积累的结果。从根本上说，这反映出我国以往的经济发展方式已经难以为继，急需全面深化改革，包括财税、货币和金融体制的深刻变革，切实加强财政政策与货币政策的协调配合，推动发展方式和经济结构尽快实现重大转变。但必须看到，重大改革的推出和效果显现需要时间，而当前稳增长的形势已经非常严峻，必须平衡好稳增长和促改革的关系，在其他方面难有大的改进和作为的特殊阶段，货币政策必须发挥更大的作用。

现在，最关键的问题是要尽快明确经济增长的“底线”，使宏观调控的目标更加明确，进而使宏观政策调整的力度能够更加准确地把握。按照年初确定的目标，2015年经济增长要保持在7%左右的水平，7%成为理想目标，但允许偏离的底线在哪里，却并没有明确，这就容易使宏观调控的力度不好把握。如果把7%作为经济增长的底线目标，那么当前货币政策必须进一步加大宽松力度。

实际上，在通货紧缩的环境下，如果货币总量增长不能逆周期扩张，那么经济增长率必然下滑。2014年确定的M2增长13%的目标已经比较保守，而实际执行仅增长12.2%，结果经济增长7.4%，低于7.5%的预期目标，其中第四季度仅增长7.3%。2015年要达到经济增长7%的目标，M2增长目标安排在12%同样是明显偏低了，而目前实际执行结果又比预期目标进一步降低。第一季度经济增长已经降到7%，这很容易使经济增长出现惯性滑坡，不仅2015年的经济增长目标会受到影响，而且2016年的经济增长也会受到影响。

因此，当前货币政策调控力度应该进一步加大，着重点则是尽可能压低利率水平，降低社会融资成本，刺激和增强社会融资需求，相

应增加基础货币供应，努力提高货币乘数，以宽松的货币政策支持经济发展，为全面深化改革赢得时间和空间。

目前，我国社会融资的利率水平还很高，包括央行吸收资金和拆借资金的利率、国债和地方政府债券利率等，离不少国家金融危机后已经实行的零利率甚至负利率还有很大距离，商业银行利差水平和资本回报率还比较高，应该说在降低社会融资成本方面还有很大的余地。在这方面，央行理应身体力行、积极推动，率先降低自身的利差水平。相关措施包括以下几个方面。

进一步加快“降准”步伐。这可以减少占用金融机构低息的法定存款准备金，扩大其流动性，进而推动其扩大贷款投放并降低贷款利率水平。目前，大型银行法定存款准备金率仍高达18.5%，考虑到存款保险制度已经正式实施，未来金融稳定对法定存款准备金率的要求将降低，保持5%左右的法定存款准备金率已经足够，我国在“降准”方面存在很大余地。

进一步加大“降息”力度。可以考虑降低金融机构在央行存款的利率水平，进而更大幅度地降低央行资金拆借利率。通过定向调节等方式，疏通货币政策传导通道和机制，推动金融机构扩大贷款投放和社会融资，推动资金更多地流向实体经济，减少在金融领域的淤积和过多地流向股市、房地产领域。适度压缩金融机构的利差水平，缩小其资本回报率与社会一般水平的差距。要尽快取消商业银行存贷比管理，强化其资本充足率和流动性管理。同时，也可以尽快取消对商业银行存贷款基准利率的管理，加快利率市场化进程。

目前有人指出我国已经出现利率和流动性陷阱症状，央行降息降准和市场操作释放的流动性，大量淤积在银行间市场而没有充分进入实体经济，明显降低社会融资成本，甚至过多地流入股市或房地产，催生资产泡沫。因此，应该减缓货币政策宽松的力度。这确实是当前一个突出的问题，但这恰恰需要采取措施加以解决，而不能因此就停

止作为。央行甚至要做好充分的准备，必要时实施适度的中国版量化宽松政策。

当然，必须强调，当前宽松货币政策的实施更多是为了应急，决不能把放宽货币政策作为解决问题的全部依靠，必须切实抓紧全面深化改革，依靠深刻的改革解决经济运行过程中积累的根本性问题，推动中国经济健康、持续、稳定发展。

---

1. 2015年7月1日发表于“王永利”微信公众号。

中美央行资产与货币总量缘何反差巨大？(注)

美联储推出量化宽松，是基于危机后大量国际资本从商业银行转而购买国债和存放央行（避险），货币乘数未提升；中国则不同，危机后大量国际资本流入，央行被动购买外汇，投放基础货币，货币乘数大幅度提高，货币总量急速扩张。

自2008年底全球金融危机爆发以来，美联储资产规模快速大规模扩张（从2008年底的9000多亿美元扩张到2012年以来的4.5万亿美元左右，扩张了约5倍），一度也被世人广泛诟病为“不负责任开足马力印钞票”，但其货币总量实际上并没有像人们想象的那样成倍地扩张。而中国央行资产规模并没有像美联储那么快地扩张（相对于2007年底，2014年底大约扩张了70%。2015年央行资产规模有所减少），但中国货币总量成为这个时期货币总量扩张最快的主要经济体（从2007年底的40万亿元扩张到2015年底的139万亿元，扩张了3倍以上）。

但是，中美两国央行资产与货币总量出现如此巨大的反差，很长时间内并没有引起足够关注、认真研究，也没有吸取经验教训。

长期以来，很多人把央行资产规模的扩张机械地理解为货币总量就必然会成倍增长，却忘了基础货币和货币总量之间还有一个货币乘数。

美联储在危机后推出量化宽松政策，实际上是基于危机后大量国际资本从商业银行转而购买国债和存放央行，加之商业银行收缩贷款，扩大现金储备，使市场流动性一下子趋于枯竭，并使央行资产被动扩张。在这种情况下，央行不出面扩大投放，金融市场完全可能崩

溃。而在这种情况下，尽管央行“开足马力印钞票”，货币乘数却没有提升，货币总量自然不像人们想象的那样大幅增长。

而当时中国的情况完全不同，危机后大量国际资本流入中国，央行为了抑制人民币升值，被动购买外汇，投放基础货币。再加上政府大力推动刺激政策，银行比着放贷款，货币乘数大幅度提高，货币总量必然急速扩张。

金融危机以来中美两国货币政策和政策结果的巨大反差，其中隐含着深刻的哲理，非常值得认真研究。

---

1. 2016年2月19日发表于“王永利”微信公众号。

第五章
两个政策工具如何协调

房产税的核心是促进房产资源合理配置㊟

现在急需做的是，统一对房产税核心功能定位的认识，即着重解决房产资源合理配置，防止在这个领域出现严重分化和资源闲置浪费。房产税不是要不要、能不能的问题，而是应该下定决心积极争取早日推出。

房产税问题早在21世纪初就已经提出，但关于是否应该开征房产税、如何征收房产税的争论也非常激烈，莫衷一是，使这项税收政策迟迟难以出台。综观各种观点，之所以发生严重分歧，核心问题是对房产税的目标定位没有达成一致，有人认为是用于调控房地产价格，有人认为是为了增加财政收入，等等，由此也引出很多不同的观点。实际上，开征房产税的核心目标是合理配置房产这个对国计民生至关重要的社会资源，促进房地产行业健康发展和经济金融与社会稳定。

居者有其屋，是人们生存生活及经济社会稳定至关重要的因素，特别是由于房产在很大程度上是与土地这个重要的不可再生资源紧密相连的。因此，房地产并不是普通的消费品或商品，并不能完全交由市场价格调节，有钱就可以随意购买和持有，而要作为事关社会公平和经济社会稳定的重要资源，形成必要的管理规则进行全社会范围的调控，以便达到房产资源的合理配置。其中特别要防止房地产的闲置和浪费，防止由房地产的不合理配置加剧社会贫富差距。因此，对房地产实施管制，包括征收房产税，在国际上早有先例，并非罕见。

在中国，当房产不再由企业或单位分配，而是推行市场化买卖之后，房地产业快速发展，成为推动经济社会发展的重要力量。其中，

房地产价格一直是政府关心的重点。房地产价格上涨过快，容易引发社会不满，政府可能会采取措施，特别是开展限购限贷等进行抑制。但是，由于政府是土地的主要乃至唯一提供者，土地出让费以及房地产交易税等又成为政府最容易获得并成为越来越重要的收入来源，各级地方政府最根本的期望并不是房地产价格稳定，更不是下降，而是希望上涨。其结果是政府虽然关心房价，但却容易鼓励人们多买房、买大房、买高档房，而没有充分考虑房地产深刻的社会影响力和合理配置的标准设计与管控。这样，房地产在刚性需求的拉动下，价格不断上涨。房地产价格的上涨，又带动需求，包括投资需求的上涨，进而推动住房信贷、货币投放的扩大以及房地产价格的更大上涨，带动房地产需求和价格的螺旋式上升，形成房地产价格总体上升的社会预期，带动更多的资金，包括银行贷款投入房地产，并造成大量房产闲置和浪费。而房价的高涨和投资的扩张，已经给经济金融和民生社会带来日益深刻的影响，深层次负面影响已经开始显现。

有人反对政府限贷限购，认为这属于行政干预，应该扩大土地和房产供应，以便缓解供需矛盾，抑制房地产价格上涨。这似乎很有道理，但却忽视了一个现实：如果人们普遍认为房价总体上只涨不落，而且没有保有环节的成本抑制，投资房地产成为最好的保值升值选择，哪怕买完后空置着都能通过升值获利，那么中国房地产的需求可能根本无法满足。同时，中国是世界上人均可利用土地非常少的国家，大规模工业化、城镇化又占用了很多好的农田，威胁粮食品质和安全，依靠扩大土地和房产供应来抑制房地产价格，可能难以实现预期目标。在这种情况下，政府实施限贷限购，可能还是现有条件下比较容易和较好的次优选择。

但限贷限购又主要是以家庭为单位，而不是以人均居住的面积为标准，结果会存在很大的漏洞，造成严重不公。一口人是一个家庭，三口人、五口人甚至更多的人也是一个家庭。30m^2可能是一套住房，130m^2也是一套住房，300m^2甚至1300m^2也是一套住房。这样按家庭和

套数控制，显然存在不合理之处，甚至引发独特的假离婚潮。前期上海、重庆的房产税试点同样存在问题，难以发挥有效功能，甚至成为一些人反对开征房产税的证据。

所以，现在急需做的是，首先要统一对房产税核心功能定位的认识，它应该是着重解决房产资源合理配置、防止在这个领域出现严重分化和资源闲置浪费。

为此，要尽快明确人均需要保障的基本住房面积标准，尽可能保证居者有其屋（购买的或租用的）的基本需求，推动实现“房子首先是用来住的，不是用来炒的”目标定位和房产资源合理配置，促进安居乐业和社会稳定。在此基础上，实施居住面积累进税率，按照房产最近一次实际交易价格（包括房改价格）乘以超出免税线之上的面积征收房产税。这样做，最重要的就是增大持有超额面积住房的成本，推动人们合理购买面积适中的住房，将多余的房产拿出来出售或出租，减少房产闲置和浪费。而这必将扩大房产供应，抑制房产需求（特别是投资需求），因此应该会造成房地产价格的阶段性回落，甚至会造成政府房产税的增加弥补不了土地出让收入的减少，出现阶段性减收的现象。但这却将为房产资源的合理配置，促进房地产行业健康发展，促进安居乐业和社会稳定创造重要条件。

当然，征收房产税，需要配套推进房产实名制和人口配套核对以及在城市、地区乃至全国范围的信息联网。但这也是加强社会管理的必要投入，也不是很难做到。

作为房产资源配置的调节工具，房产税的征收可以不受土地所有权和土地税费等因素影响，只要对所有人都是统一的标准，能发挥合理配置房产资源的核心功能就行（有人认为中国的房产没有土地所有权，但房价中已经包含了土地价格，而且房产所有权也不是永久的，再征收房产税存在重复，不合理，这是对房产税核心功能的误解）。

因此，房产税不是要不要、能不能的问题，而是应该下定决心积极争取早日推出。

---

1. 2017年3月12日发表于“王永利”微信公众号。

地方政府债务问题探析[注]

地方政府已形成巨额债务，控制新增、摸清存量底数、分类处理之外，也要加快推进各级政府资产负债表等报表体系建设，全面深化政府管理体制和国有资产管理体制改革。

2015年3月8日，财政部发言人披露，经国务院批准，财政部已经下达地方政府存量债务1万亿元置换债券额度，预计一年可以减少利息负担400亿~ 500亿元。此后，关于地方政府债务的规模及其如何处置的问题再次引起广泛关注，随之传出地方政府将面向特定投资者（银行）发行特别地方政府债，然后再由央行向投资者（银行）提供再贷款等资金支持，最终由央行认购，形成事实上的“中国版QE”，而金额年内将达到3万亿元，最终将达到10万亿元。尽管财政部官员对“中国版QE”的说法以及可能的规模予以否认，但这却在社会上引起巨大反响。其中有很多问题值得深入探讨和认真分析。

为什么中国需要严格控制地方政府负债规模

在很多国家，特别是美国，不仅中央政府持有很多的债务，而且地方政府也持有很多的债务，中央政府与地方政府在财政收支方面相对独立。而在我国，中央政府一直严格控制地方政府的财政赤字和负债规模。在1995年1月1日开始实行的《中华人民共和国预算法》中明确规定：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡原则编制，不列赤字”；“除法律和国务院另外规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”在2015年1月1日开始实行的新《中华人民共和国预算法》中，对地方政府负债有所松动，规定：“地方各级预算按照量入为出、收

支平衡原则编制，除本法另外规定外，不列赤字”，“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院规定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。举借的债务应当有偿还计划和稳定的偿还资金来源，只能用于公益性资本支出，不得用于经常性支出”，“除前款规定外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务”。可见，尽管新的《中华人民共和国预算法》对地方政府举借债务有所松动，但总体上仍是严格控制。

为什么中国在政府预算管理上与美国等国家存在明显不同，为什么中国必须严格控制地方政府负债规模呢？

实际上，这是由中国的行政体制所决定的。

中国是以“公有制为主体、共产党领导、中央集权管理”为主要特征的国家行政管理体制，这与美国等国家以“私有制为基础、多党竞选执政（相应的需要三权分立）、联邦分权管理”为主要特征的行政管理体制存在根本性的不同。

以美国为例，其各级政府主要提供公共产品和服务，行使法律所赋予的社会管理“公权力”（主要是执法），而较少掌握经济资源，因此也较少参与经济建设和市场活动，属于典型的“小政府”模式。其政府财政也就成为典型的“公共财政”。同时，在实行联邦制的情况下，各级地方政府的官员都是由地方选民选出来的，而非由中央政府任命的，其独立性很强。因此，地方政府的行为更多地受制于地方人民的利益和偏好，地方政府的财政收支也主要为地方经济社会发展服务，其在财税立法等方面的独立性也很强。中央政府对地方政府的控制力较弱，相应地，中央政府在财政上对地方政府的支持力度也较弱。中央政府与地方政府的关系，就类似企业组织中集团（控股）总公司与子公司的关系，总公司对子公司承担有限责任，而非无限责任。有些地方政府由于债务负担过度，完全可能陷入政府破产（停

摆）而难以得到中央政府的无限援助。因此，负债对地方政府及其官员的约束是比较强的，使其难以过度负债。

而在中国，政府不仅拥有社会管理的“公权力”，而且控制了绝大部分的公有资源，并因公有资源的开发运用而大量参与经济建设和市场活动，因此不仅是经济活动的裁判员，而且成为直接参与经济活动的运动员，并且由于同时拥有“公权力”和“公资源”，使政府成为市场活动中最有影响力和控制力的主体。对于公有资源，政府可以支配使用，将资源转变成为资本，从而扩大基础设施和城市改造等经济建设投资，推动经济加快发展和社会就业与福利的改善，创造更大的政府业绩，有利于官员的升迁，甚至有利于培育自己的利益集团或利益链条。如果不能积极开发和利用公有资源，则这些好处就难以获得。由于其面对的是公有资源，而并非其私有财产，对公有资源的过度开发和利用，对当时的政府和官员只有好处，而没有多大坏处。因此，地方政府和官员普遍存在充分开发和挖掘公有资源潜力的偏好与冲动，没有严格的控制，完全可能把子孙后代的资源都吃光花光。尽管可能在一时形成经济社会高速发展的繁荣景象，但当资源枯竭时，经济发展就会急剧恶化，人们的生活水平就会急剧回落，社会矛盾就会严重激化，甚至可能爆发严重的经济和社会危机。

在放松对公有资源开发利用的基础上，如果再放松对地方政府债务的控制，地方政府就可以利用其作为市场活动中最有影响力和控制力的主体地位，用相对便宜的价格，获得更多的社会资金，并通过扩大负债，以杠杆化方式进一步加剧上述问题。一旦地方政府债务失控，就可能造成难以预料的问题，包括在货币总量一定的情况下，地方政府能以相对便宜的价格抢占更多的资金，就必然使相对弱势的社会群体面临融资难、融资贵的问题。

在中央集权化管理的体制下，地方政府的党政领导更多是由上级党政组织安排的，其受地方民众的约束很弱，可以说，地方党政机构

只是中央党政机构的派出机构。因此，上级党政组织需要对下级党政组织的行为结果负责，包括财政预算，上级政府财政预算需要有包括下级政府财政预算在内的“总预算”，而不能只有自身的“本级预算”。没有中央政府对地方政府债务的严格控制，地方民众对其的约束是非常孱弱的。

正因为国家行政管理体制上存在着根本性的不同，中国经济发展的刺激政策，一般都会形成地方层层加码、不断放大的效应。而美国中央政府的经济刺激政策却往往出现边际效应递减的结果。所以中国在中央对地方的管理以及重大宏观政策制定与实施上，就不能简单地照搬美国的做法。其中，中央政府控制地方政府开发利用公有资源是永恒的主题，而刺激地方政府开发利用公有资源寻求大发展时，则必须慎之又慎，坚持“摸着石头过河”，采取小步试探性方式，努力避免“大跃进”式的结果。中国中央政府必须对地方政府的负债严格控制，而不能放任不管，更不能推波助澜。

地方政府债务的快速扩张暴露出很多问题

尽管我国从1995年开始，就正式以法律（《中华人民共和国预算法》）的方式严格控制地方政府债务，但地方政府的隐性负债，例如各种应付款项（包括“白条”等）却一直或多或少地存在，还有不断增加的政府融资公司（平台）等。特别是在2009年我国为了应对全球金融危机的冲击，中央政府推出4万亿元经济刺激计划之后，中央对地方政府债务的控制几乎完全放开，甚至相关的部委还联合发文，对地方政府融资平台的发展进行指导和扶持，结果使地方政府债务迅猛发展，渠道和方式也越来越复杂。国家审计署2013年披露的审计报告称，截至2013年6月底，各级地方政府负有偿还责任的债务约为10.9万亿元，负有担保责任的债务约有2.7万亿元，承担一定的救助责任的债务约有4.3万亿元。其中，由于银行业监管部门从2011年就收紧了商业银行对地方政府融资平台的贷款支持，地方政府的新增债务更多地转

向信托、理财、基金等方式进行社会融资，但资金成本一般都大大高于银行贷款，进一步加重了地方政府的债务负担。进入2014年之后，随着经济增速下行压力不断加大，房地产由热转冷，土地财政收入减少，地方政府收支矛盾进一步加剧，其债务需求进一步加强，地方政府债务违约风险以及由此可能引发的金融体系系统性风险引起全社会乃至全世界的广泛关注。为此，中央政府一方面严格控制地方政府债务的继续扩张，另一方面加强清理，积极寻求地方政府债务的风险防范和化解途径。2014年9月下发了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），明确规定政府债务今后不得通过企事业单位举借，融资平台公司不得新增政府债务。地方政府举债应采取发行政府债券方式募集资金，且必须纳入财政预算并获得中央和政府的核批等。同时，部署各地政府开展政府性债务的排查清查，力求核实地方政府债务总量和具体情况，为地方政府性债务的处理提供基础数据；选择10个省市政府开展地方政府债券自发自还试点；着手修订《中华人民共和国预算法》等。

但从实际执行的情况看，在这个过程中出现了一些超乎人们想象的情况。

第一，各地政府上报的2014年底政府性债务的规模太大，远远超出原来的预期。财政部要求各级财政部门重新自查，并联合发改委、人民银行、银监会进一步开展对地方政府存量债务清理甄别初步结果进行核查，核查截止日期为2015年4月8日。这又进一步使人们对中央政府和财政对地方政府和财政的控制力，以及政府预算与政府债务水平的真实性、《中华人民共和国预算法》执行的严肃性等产生怀疑。

第二，在地方政府自发自还债券试点过程中，东、中（江西）、西（宁夏）部10个省市的评级均为最高的“AAA”级，没有出现任何差别，而且出现有的省的债券利率比同期限国债利率还低的情况（在其之后，财政部规定不得低于同期限国债利率）。这又进一步使人们对

地方政府评级的真实性、必要性产生怀疑（实际上，到目前为止，地方政府并没有独立透明的资产负债表、损益表、现金流量表等信用评级所需的必要资料，对地方政府进行信用评级原本就很难，而且作为中央政府的派出机构，其本身并非独立的财务实体，中央政府对其债务负有完全责任而非有限责任。因此，地方政府享有国家信用等级并没有什么不可），并对地方债券的利率水平产生疑惑（实际上，由于地方政府为了推动地方债券发行试点的成功，往往会向承销方提供更多的支持，这不同于中央政府在国债发行时只是通过简单的招投标确定价格。因此，地方债券的利率水平低于国债也并非不可）。

第三，在中央政府、《中华人民共和国预算法》严格控制下，地方政府的债务依然能够快速扩张，并且利率水平较低，反映出地方政府凭借其公权力与公共资源相结合所形成的社会及市场影响力非常大。其巨额债务的出现，很容易导致金融系统性风险，并产生严重的社会融资市场挤出效应，严重扭曲资金的市场价格，将对我国利率市场化改革产生影响。这又进一步使人们对在这种情况下，即使允许地方政府通过自发自还债券置换现有负债，是否就能解决地方政府债务所产生的问题和社会影响产生怀疑。

第四，即使允许地方政府发行自发自还的债券，其发行额度仍是由国务院统一核批，由财政部统一分配，而并非由地方政府自主决定。那么，是否意味着中央政府仍需要对地方政府债券承担隐形担保责任。如果地方政府出现违约，最终还是需要中央政府出面偿还吗？同时，地方政府发行债券，并不是允许各级政府都可以发行，而只是允许省级政府发行，实际上就是由省级政府代理地市、区县等发行债券。既然省级政府可以代理地市、区县等发行债券，那么为什么中央政府不能代理地方政府统一发行债券？以往由于不允许地方政府发行债券，但对其增加债务又没有严格约束，结果促使地方政府转换形式，通过各种融资平台进行融资。但由于融资平台不享有政府信用，又使其融资成本大大提高。正因为如此，财政部发言人预计，通过地

方政府发债置换1万亿元旧债，不仅债务期限可以大大拉长，而且预计一年可以减少利息负担400亿~ 500亿元。既然如此，为何不全部由中央政府以国家主权信用的方式统一发行债券，进一步降低整个政府的债务成本呢？

对巨额地方政府债务要高度重视，抓紧核实，积极处理

无论如何，对地方政府已形成的巨额债务，中央政府不能置之不理，而必须高度重视、积极处理。

首先，必须坚决制止地方政府债务的自主扩张。未经国务院批准，任何地方政府不得再以任何理由扩大债务规模。

其次，要抓紧核实地方政府现有的债务存量。要对地方政府直接负有责任的债务、负有担保责任的债务、承担一定救助责任的债务等进行全面核查，不留死角，从而全面准确地掌握地方政府现有负债的状况，为处置这些债务以及完善地方政府债务管理提供帮助。

再次，要区分现有债务的具体情况，分门别类地提出处理方案，有效防范和化解地方政府债务风险，并相应地推进政府管理体制和国有资产管理体制改革。其中包括：中央财政代理发债或者地方政府自发自还；地方政府债务重组；地方政府资产处置变现偿还债务，或者以资抵债；实施PPP，引进社会资本，改进国有资产管理；中央财政转移支付，分担一部分地方政府债务；等等。在这个过程中，也要强调全面加强依法治国，避免政府随意逃废债务，破坏社会金融生态环境。

最后，要加快推进各级政府资产负债表等报表体系建设，全面深化政府管理体制和国有资产管理体制改革。在我国坚持以公有制为主体的基本经济体制，政府控制大量国有资产的情况下，却一直没有建

立起一套完整的国有资产负债表等报表体系，国有（政府）资产负债规模、结构等情况一直得不到有效的反映，各级人大代表只是对政府预算及其执行结果进行审批，而并没有对国有资产和负债情况进行必要的监督和审核，因此，有必要尽快改变这种局面。另外，既然中央政府对地方政府的债务负有连带责任，中央财政除每年对中央财政直接的债务规模报全国人民代表大会审批外，也需要统计全部地方政府的债务，作为或有债务报全国人民代表大会核准。

另外，一个国家的主权债务（国债）之所以能享受最低风险成本，最根本的不是国家享有收税的权力，而是国家享有发行货币的权力。因此，使人们习惯性地认为国家债务没有风险，甚至国债出现负利率也有人购买，也使越来越多的国家的国债规模不断扩大，期限不断拉长，实际上成为永远也无法偿还的“永续债”。这种状况不断发展，最终会对货币理论和货币体系乃至社会道德标准产生巨大冲击。尽管不少国家都强调要保持中央银行和货币政策的独立性，但在当今世界，货币作为完全受主权保护和支持的“法定货币”，央行已经根本无法与政府和财政分离，在面临经济危机、中央政府财政（或债务）危机时，央行也不得不采取非传统的量化宽松举措，大量购买国债投放货币。对此还需要有更加深远的考虑和探讨。

---

1. 2015年4月27日发表于“王永利”微信公众号。

缺位的国有资产负债表和审查制度㊟

由于长期缺乏总体的国有资产负债表报告和审查体系，缺乏有效的管理和监督，使国有资产负债的法律确认、核算基础非常薄弱。国家资产负债家底不清、监管不严，也是国有资产流失、贪污腐败频频发生、严重扰乱市场经济秩序的重要原因。

我国早已确立了“以公有制经济为主体，多种所有制经济共同发展的社会主义市场经济”的基本经济制度。但迄今为止，我国并没有建立起一套反映国有资产负债总量和结构变化的资产负债表报告与审查制度，各级人民代表大会每年也只是对年度财政收支预算及其执行情况听取报告，进行审查。这使作为经济主体的，主要由政府支配的公有制经济的运行，特别是国有资产负债的总量和结构变化难以得到全国人民代表大会的有效监督，难以保证公有制经济的有效运行和资产负债的合理结构，容易产生公有制经济乃至整个国家经济的严重问题。

建立和完善国有资产负债表报告和审查制度是落实基本经济制度的重要保障

在财产所有权和经营权分离的情况下，为了加强对财产以及相应的权利、责任的管理和监督，有效处理相关各方的利益关系，所有经济主体的资产负债乃至收支损益、现金流量等情况，都需要按照公认的会计核算和报告原则进行反映并向有关方面报告，接受审查和监督。

我国基本经济制度从改革开放前的“高度公有、高度计划、平均分配”的体制，转向“以公有制经济为主体，多种所有制经济共同发展的社会主义市场经济”体制，并且公有制经济基本上都是由各级政府牵头负责经营管理，而不是由国家公民直接经营管理，同样存在所有权与经营权分离的情况，应该建立国有资产负债表等核算和报告体系，并接受人民代表大会的审查和监督。缺乏国有资产负债等核算和报告体系，整个国有资产负债的总量及其在整个国家经济总量中的比重和分布都没有数字反映，公有制经济的法律确权就可能严重缺位，政府的经济行为就可能难以有效规范，国家的法制建设和市场机制建设就难以到位，国家基本经济制度的落实就难有保障。

由于长期缺乏总体的国有资产负债表报告和审查体系，缺乏有效的管理和监督，使国有资产负债的法律确认、核算基础非常薄弱，特别是行政事业单位，包括党的机构、军队等领域，资产负债的法律确认和核算报告与监督更加薄弱。国家的资产负债家底不清、监管不严，这也成为国有资产大量流失、严重的贪污腐败频频发生、严重扰乱市场经济秩序的重要原因。

建立国有资产负债表报告和审查制度的基本构想

首先，要对公有制经济的资产、负债进行普查和法律确认。公有制经济包括国家所有制和集体所有制经济，每类所有制经济又是由其资产、负债及变动行为构成的。其中，国有资产、负债又可以划分为已通过交易、以货币计价、存在可查记录的资产、负债，没有通过交易，但已有法律确认的，能够以货币计价的潜在资产、负债，存在法律保护，但没有经过交易、难以货币计价的资产、负债，需要具备一定的条件才能存在的或有资产、负债等多种形式。国有资产可能是以营利为目的的经营性资产，也可能是不以营利为目的的非经营性资产；有可变卖（变现）的资产，也有法律上不允许变卖的资产。国有资产可能分布在若干重要的产业、行业或其他领域（例如，党产、军

产等），分布在不同的地区，由各级政府负责管理，等等。因此，需要国家主管部门首先确定国有资产负债的分类、分项标准，然后组织相关部门开展国有资产负债的普查、登记和法律确认工作。其中，可以利用“北斗卫星导航系统”，对国土面积及其组成部分进行详细准确的测绘，并定期对耕地、草原、森林、湖泊等进行测量和比较，对其变化情况进行分析和报告。

在我国，可以将非公有制以外的资产，包括党产、军产等，全部作为公有制经济成分进行归并和反映。

其次，要严格按照公认的会计核算和报告原则进行国有资产负债的核算与报告。在严格核算和认真普查的基础上，可以按照各地区、各级政府、各个行业等分别编制。但最后要按照合并报表的编制原则编制出国家级的国有资产负债表。除了表内资产负债项目以外，还需要对重要的表外资产负债进行反映，并要对资产、负债项目重大变动情况以及对期限匹配、货币匹配、规模匹配等方面的情况做出必要的说明。国家审计部门要加强对国有资产负债表质量的审计。

再次，要明确国有资产负债表编报的主管部门。这应该由国家财政部门牵头，国家统计部门、审计部门和其他部门配合。

最后，要明确国有资产负债表的接收和审查主体。这应该是公有制的所有人代表、国家最高权力机构——各级人民代表大会。人民代表大会应该对国有资产负债表报告制度进行立法，明确相关的要求和审查的重要内容，并带头认真履行职责。

建立国有资产负债表报告和审查制度，涉及面很广，也非常复杂，一些领域还非常敏感，是国家管理的一项非常重要的基础工作。考虑到我国20世纪80年代末期曾经成立过国有资产管理局，并对国有资产进行过归并，披露过国有资产的规模，积累了一定的经验，而且

会计核算和财务报告准则也比较健全，现在的技术手段也更加先进，经过努力，完全可能很快建立和完善这项制度。

在建立国有资产负债表报告和审查制度后，我国就不仅有关于公共财政收支预算和执行情况的公共收支财政体系，而且还存在反映和监督国有资产负债的国有资产财政体系，二者相互配合、融合，将形成符合我国基本经济制度的中国特色社会主义双重财政体系。

以建立和完善国有资产负债表报告和审查制度为核心，推进全面经济体制改革

党的十八大三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确指出："以公有制经济为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，是中国特色社会主义制度的重要支柱，也是社会主义市场经济体制的根基。"在"必须毫不动摇巩固和发展公有制经济，坚持公有制的主体地位，发挥国有经济的主导作用，不断增强国有经济活力、控制力、影响力"的情况下，如果国有资产负债表报告和审查制度不落实，国有经济的管理不到位，就难以建立健全归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅、公平公正的现代产权制度，就难以有效规范和控制直接负责国有资产负债管理的政府（包括党和军队等）的行为，难以有效推动政府职能转变和行政体制改革，必然影响整个国家经济的有效运行，影响中国特色社会主义优越性的发挥。

其中，建立和完善国有资产负债表报告和审查制度，最重要的就是规范和约束政府行为，使政府支配的资源和承担的负债阳光化、透明化。在以公有制为主体的情况下，政府（官员）掌握和支配着大量的社会资源及生产要素，政府可以开发和利用，却不能据为己有和传给子孙后代。因此，政府官员受利益最大化的驱使，就存在极度开发和利用公有资源的天然积极性，容易造成资源吃光花光，而不顾以后

的发展。在以公有制为主体的情况下，中央政府控制资源开发可能是永恒的主题，而中央政府刺激经济发展则必须慎之又慎，稍不小心，就容易造成各级政府层层加码，过度开发和消耗资源，扩大投资和负债，短时间内形成发展“大跃进”，但很快就会带来经济大灾难。这在我国历史上是有过惨痛教训的。建立和完善国有资产负债表报告和审查制度，对国有资产负债进行持续的反映和监督，并加强对未来发展趋势的分析预测，有利于规范政府行为，防止国有资产负债的大规模增减变动，保持其健康、稳定、可持续发展。

可以说，国有资产负债表报告和审查制度涉及全面深化改革的方方面面。推动国有资产负债表报告和审查制度的建立与完善，可以起到纲举目张的作用，应该作为全面深化改革的核心和总抓手。

国有资产负债表不同于国家资产负债表，国家资产负债表报告和审查制度也不同于国有资本经营预算制度

1．关于国家资产负债表

在借鉴国际上极少数国家官方统计部门编制和发布国家资产负债表的基础上，近年来，我国也掀起了一股研究和编制国家资产负债表的热潮，目前主要形成了中国社会科学院课题组、复旦大学研究小组、中国银行研究小组等，并推出了各自的研究成果。这也引起国家的高度重视，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确提出，“加快建立国家统一的经济核算制度，编制全国和地方资产负债表”，目前已经开始在一些地方试点编制地方的资产负债表。但仔细分析目前国家资产负债表的研究成果，其编制方法和应用方面还存在不少值得商榷的地方。

首先是关于国家资产负债表的主体。严格来讲，如果国家资产负债表的主体是“主权国家”，而非“政府”或者“国有”，那么，其

国内所有的部门负债都应该与对应部门的资产相互抵销，即剩下的只能是国家净资产的总额及其主要构成项目情况。如果国家还有对境外的资产负债，就应该在国内净资产的基础上，再加上境外资产负债构成。

目前编制一些国家资产负债表的尝试，基本上都是直接将政府部门（中央政府、地方政府）、金融部门（中央银行、商业银行）、企业部门、居民以及对境外的资产负债表简单汇总，即作为国家资产负债。这会造成严重的重复计算。当然，如果这种汇总报表只是用于分析各部门资产负债的结构情况，应该还有意义，但这绝不是严格意义上的国家资产负债表，而只是一种统计分析报表。

另外，按照公认的会计核算和财务报告准则，资产负债表必须保证客观性、准确性、完整性和及时性。但按照目前一些国家资产负债表的编制尝试，由于涉及国家各个组成部门，数据的采集工作量非常大，特别是居民，普遍缺乏严格的核算数据，这使国家资产负债表大量建立在各种假设和估计之上，其真实性、准确性令人生疑。目前三个研究组织编制的国家资产负债表的结果就存在非常大的差异，也证明了这一点。

同时，我国目前所进行的国家资产负债表研究和编制尝试，经常不自觉地偷换“国家”与“政府”概念，很多问题最终还是落在“政府”的角度上进行观察和说明，而且更多的是基于金融的需要，而非国家总体的需要。因此，不仅基本上都是将分部门资产负债规模简单相加，而且更加突出金融部门的资产负债情况。在划分经营性资产和非经营性资产时，更注重资产的流动性。比如，将经营性企业的固定资产、存货等也划分到非经营性资产中。在资产、负债的分类中，更加关注金融（性）资产、金融（性）负债的反映，意在反映资产、负债总额中金融（性）资产、负债的比重以及净金融（性）资产的变化，进而分析全社会资产负债的流动性。在分析报表时，也更多地注

重分析所谓的货币错配、期限错配、资本结构错配等，关注债务风险，试图考察表明资产负债的内在关系，揭示流动性危机、债务危机、金融危机等在不同部门之间的传递途径，为政府采取适当的调整政策或措施提供依据，增强预防货币危机、金融危机，维护金融稳定的能力。但实际效果有待观察，很多结论实际上不通过如此复杂的国家资产负债表的编制和分析同样能够获得。如果按照这种尝试进行推广，在全国范围内编制国家和地方资产负债表，有可能造成投入很大而效果不佳。

实际上，集中力量尽快建立和完善国有资产负债表，再加上现有的国家统计部门和中央银行等部门的相关报表资料分析，同样可以达到国家资产负债表的分析效果，而投入将大大减少，质量将大大提高。突出“国有”或“政府”的报表主体，更有利于建立权责发生制的政府综合财务报告制度，建立规范合理的中央和地方政府债务管理与风险预警机制。

2．关于国有资本经营预算

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》还强调“完善国有资本经营预算制度，提高国有资本收益上缴公共财政的比例”。这里的国有资本经营预算，与国有资产负债表既有密切关系，又不完全相同。国有资产负债表反映的是全部国有资产负债的总量和结构情况，而国有资本经营预算只是国家投资到营利性企业的收益和分配的预算，后者是不能替代前者的。

总之，建立和完善国有资产负债表报告与审查制度，是坚持和完善我国基本经济制度的客观需要，对全面深化改革具有十分重要的意义，需要集中力量加快推进。

---

1. 2015年2月11日发表于“王永利”微信公众号。

货币量化宽松与财政永续负债[注]

在政府债务不断扩大，甚至成为永续负债根本难以偿还的情况下，货币总量所体现的价值中包括了大量的负债成分，必然会威胁货币的价值。而政府债务无限度地扩张，其本质无异于庞氏骗局，也势必会冲击政府信用乃至社会道德标准。

在废弃金（贵金属）本位制之后，为了防止货币的超量投放，很多国家都以立法的方式强调央行的独立性，并禁止央行直接购买政府债券等。然而，一旦遭遇重大金融危机或经济危机，这一点很容易被突破。2008年全球金融危机爆发后，在社会投融资低迷的情况下，越来越多的国家竞相打破传统，推行各种形式的量化宽松货币政策，其中包括直接购买大量的政府债券，或通过迂回的方式支持政府扩大债务规模，扩大政府投资，刺激经济发展。这就使货币与财政越来越融为一体。这种发展态势，势必对政府信用、货币体系、财政金融理论等产生深刻的冲击。

货币裂变：从“实物货币”转化为“法定货币”

在人类社会出现交换，并且交换成为推动劳动产品最大限度地实现其价值和使用价值，推动知识和文化相互交流，进而推动人类社会不断加快发展的重要动力之后，为了提高交换的效率，降低交换的成本，就需要有公认的价值尺度和媒介，即货币。在长期的实践过程中，各地的货币逐渐集中到没有生命力、品质比较稳定、易于分割和携带的贵金属上。这时的货币都属于本身就具有价值和使用价值的特殊物品，因此，可以归结为“实物货币”，即使出现了贵金属本位制

基础上的纸币，由于其只是贵金属的符号或标识，所以也仍旧属于实物货币的范畴。

但随着工业革命推动产能和交换规模的快速扩大，贵金属受制于自然储量和人类社会发现、挖掘、加工等能力的束缚，难以满足交换和经济发展的需要，往往形成严重的通货紧缩而抑制经济社会的发展，在遭遇战争或重大自然灾害，对货币的需求急速扩张的情况下，更是如此。因此，越来越多的国家都被迫放弃了贵金属本位制的货币体制，转而实施完全由政府控制货币总量的“信用货币”或“法定货币”“主权货币”。其中，美国成为世界主要经济体中最后一个放弃金本位制的国家。美元也正因为其在第二次世界大战期间仍坚持金本位制，在主要经济体国家货币中保持了最好的信誉，才使其能够在1944年布雷顿森林体系创设中代表黄金（美元也因此被称为“美金”）并取代英镑成为国际中心货币。但第二次世界大战之后，由于朝鲜战争和越南战争的爆发等原因，美国的黄金储备迅速减少，威胁到美元的信用并遭受美元储备国的挤兑。最后，美国也于1971年宣布废弃金本位制。

在美国废弃金本位制之后，当今所有国家的货币都是由国家法律明确，并由国家主权保护和支持的“法定货币”或“主权货币”。货币从实物货币转化为法定货币，是货币发展史上的一个巨大飞跃或裂变。货币摆脱了贵金属的束缚，本身已不再具有价值和使用价值，成为一种纯粹的价值符号或价值标准，能够更加灵活和便利地加以投放，更好地满足经济交往快速发展的需要，但也正因为失去了贵金属的客观束缚，货币总量完全受货币当局人为控制，很容易因种种诱惑而造成货币超发，进而引发严重的通货膨胀和社会财富隐形的重新分配等新的问题。

现代货币离不开政府支持

失去黄金的支持和束缚，现代货币完全变成由政府或其授权的货币发行银行为了调节发行总量和流通规模的虚拟货币。那么，为什么人们愿意接受这种虚拟货币呢？

以往的经典理论或教科书更多地强调现代货币是由政府信用支持的“信用货币”，即货币主要是通过购买政府债务，由政府拥有收取税费的权利和税费收入作为发行和流通的支撑。但今天实际的情况是，越来越多的国家政府的负债越来越多，甚至政府已经永远都无法全部偿还这些债务，只能是不断借新还旧，使这些债务变成事实上不可能偿还的永续债。在这种情况下，政府的信用其实已经存在很大的水分，货币之所以还能为人们所接受，只是因为这是法律规定和保护的，人们别无选择。除非人们首先推翻现有的政府，重新发行新的货币。由此可见，将现代货币称为“法定货币”或“主权货币”，相比“信用货币”更加准确。

政府债务很容易失去控制

政府债务，特别是国债，一般都是全社会范围内最高信用评级、最低融资成本的债务，并因此成为一个国家的无风险收益率、社会融资的基准利率等。在经济低迷，通货膨胀率下行到很低的水平时，一些国家的政府债务甚至出现负利率的情况，这很容易刺激政府不断扩大债务。

当今社会，政府债务很容易只涨不降，甚至很容易失去控制。这是因为，一方面，各国政党为了赢得选民，赢得和保持执政地位，往往都想尽一切办法刺激经济发展，提高社会福利，这就很容易造成政府减少收入、扩大支出，为了弥补财政赤字，就需要不断扩大政府债务。另一方面，在经济金融全球化发展的情况下，一个国家或地区市场或资源的开放与挖掘，往往吸引大量国际资本投入，从而推动其经济金融高速发展，人民生活水平快速提高，并很容易造成经济金融泡

沫化。当经济金融风险开始暴露时，国际资本往往以更快的速度集中撤出，这就很容易造成该国或地区的金融危机乃至经济危机。在20世纪大萧条之后罗斯福新政与凯恩斯主义的昭示下，世界各国每每遇到危机，政府很自然地就会救市，包括实施积极的财政政策和宽松的货币政策，这就很容易进一步加大政府债务。这种救市举措作为应急原本是在所难免的，但当危机过去之后，理应逐步对冲为救市而采取的过激措施。但各届政府往往都是只愿意做加法，而不愿意做减法，即更愿意扩张，而不愿意收缩，结果很容易造成政府债务只增不减。特别是当政府不仅拥有收取税费的权力，而且还拥有发行货币的权力时，如果政府债务难以被社会所接受，政府就可以直接向央行发行债务，并通过扩大货币发行、降低利率水平、压低货币币值的方式，降低政府债务成本，推动社会财富的重新分配，使社会资源更多地聚集到政府手中，增强政府的调控能力。这样，扩大货币发行就成为政府刺激经济增长最便宜的方式，甚至成为政府刺激经济增长的动机。但这样做的结果，很容易使政府债务失去应有的控制。

政府债务失控势必使货币体系受到威胁

在政府债务不断扩大，甚至成为永续负债根本难以偿还的情况下，货币总量所体现的价值中包括了大量的负债成分，就必然会使货币的价值受到威胁，使货币的信用和生命力面临危险。而政府债务无限度地不断扩张，本质上与庞氏骗局没有两样，也势必使政府信用乃至社会道德标准受到深刻冲击。

更为严重的是，在投资、贸易和金融的国际化程度已经很高的今天，各国货币之间还会相互影响，很容易出现竞相增发、货币贬值、以邻为壑、劣币驱逐良币的现象。

扩大货币发行，推动货币贬值，就会推动社会财富无形之中的重新分配和向少数人聚集，加剧社会的贫富差距。在国际上，国际中心

货币的扩张和贬值，就会推动财富无形之中从这种货币的储备国向债务国转移。这都会造成严重的社会不公，并会激化社会矛盾，最终将威胁到政局和社会的稳定，威胁到世界的和平与货币的存亡。

对此，需要人们高度关注和充分警惕。

---

1. 2015年6月29日发表于“王永利”微信公众号。

经济换挡，财政与货币政策怎么协调？注

两个政策工具协调的重点在于充分发挥中央财政的积极作用，继续加大货币政策的支持力度。而类似大规模发行国债的积极财政无疑会提高中央财政的负债率，但其不会扩大政府债务风险，反而能降低政府债务成本，增强政府信用评级。

当前，中国经济正处在从高速发展迈向中高速发展的换挡期、过渡期，受多重因素影响，经济增速下滑的惯性势头比较猛（全球金融危机爆发后，在大规模经济刺激措施推动下，2009年经济增长达到9.2%，在主要经济体中可谓一枝独秀，2010年进一步提高到10.4%。但从2011年开始，经济增长呈现出明显的疲态，当年下滑至9.3%，2012年、2013年则进一步下滑到7.8%、7.7%，2014年下滑到7.4%，2015年第一季度为7%）。在探寻到并保持新常态比较稳定的增长速度之前，下滑的惯性完全有可能冲破底线，出现明显低于7%的增长速度的情况。因此，当前一个时期，中国经济稳增长的压力会非常突出。

作为宏观调控的两个政策工具，在当前经济换挡期稳增长面临巨大挑战的情况下，财政政策与货币政策必须高度协调配合，发挥应有的积极作用。

两个政策工具不协调的成因

中国经济增长从2003年开始明显升温，政府不得不加强宏观调控，抑制经济过热。此时，两个政策工具不协调问题开始显现并不断加重。进入2000年以来，我国经济发展经历了一个由不断加速到冲顶

回落的变化过程，而在此期间，财政政策与货币政策不够协调一致，实际上加大了经济增长的波动幅度，缩短了经济增长的周期。

1997年东南亚金融危机爆发后，中国承诺人民币不贬值，增强了中国作为负责任大国的形象，同时也使中国经济增长面临更大的压力，加之1998年南方洪灾泛滥，使中国经济增长面临更大的挑战，促使中国政府急于挖掘潜力，寻求新的增长点。于是，全面深化住房体制改革、教育体制改革和医疗体制改革应运而生，从原来的政府或单位分配住房、义务教育、公费医疗转向市场化运作，推动了三大产业的发展，由政府需要不断贴钱转变为政府可以大量收钱（特别是土地、矿产等），并作为资本扩大投资，金融部门相应加大贷款投放，推动经济加快发展。

在此基础上，中国于2001年底加入WTO，进一步吸引大量国际资本和产能流入中国，中国经济增长从2003年开始明显升温，政府不得不加强宏观调控，抑制经济过热。此时，两个政策工具不协调问题开始显现并不断加重。

当前两大政策工具加强调整和协调的重点

1．要充分发挥中央财政的积极作用

从2015年5月开始，针对财政收入下滑，地方政府资金异常紧张的突出问题，财政部、央行等相关部门配合，出台了一系列政策，加快地方政府债券发行和债务置换的速度，在3月下达的1万亿元发债指标加速推进的过程中，6月上旬又下达了新的1万亿元的发债指标。同时，要求银行保持对地方融资平台在建项目的资金支持。央行和财政部开始对政策性银行扩大注资，央行也再次启动对国家开发银行的抵押补充贷款融资。这都将增强政府开支能力，促进投资增长。但在财政潜力的挖掘上仍有余地，特别是中央财政的作用仍要充分发挥。

（1）可以考虑大规模发行国债，替换地方政府债务。

为了充分调动地方政府的积极性，同时强化地方政府的财务约束，从1994年推行分税制以来，中央政府一直在推动地方政府财政收支自求平衡，努力压缩中央转移支付的比重。但正如前面所述，在中国的国家管理体制下，地方政府只是中央政府的派驻机构，中央政府对地方政府承担无限责任，而不可能只承担有限责任。在这种情况下，中央政府不可能对地方政府财政预算放手不管，完全由地方政府和人大确定与负责。在地方政府出现债务危机时，中央政府同样不能放手不管，而必须出手相救。即使目前推动的“地方政府自发自还”债券，也需要地方政府申报预算，经国务院和全国人大审议并控制总的规模后，才能在批准的额度内发行。中央财政不统一发行，而是交给省级政府发行，但省级政府却需要代理市、县政府发行。中央财政发行国债并不需要信用评级，却要求地方政府发债要进行信用评级，并且规定其债券发行利率只能在同期国债利率水平之上。这实际上增加了地方政府发债的程序和成本。其实，完全可以由中央财政统一对外发行国债，政府内部再建立有偿使用、到期偿还的债权债务关系。

在我国，中央政府预算控制得非常好，到2014年底，国债余额刚刚达到10万亿元，中央政府负债率在全世界主要经济体中是非常低的。但在严格控制中央政府负债率的同时，对地方政府的负债却放松了控制，地方政府债务不仅规模急剧扩张，而且成本远远高于国债利率，最后还是要由中央政府兜底。设想一下，如果把地方政府负债全部纳入中央政府统一把控和发债解决，并接受全国人大的审批，政府债务规模可能根本不会达到现有的规模，其成本更可能大大降低。而政府债务成本的提高，又势必进一步提高整个社会的融资成本。

实际上，《中华人民共和国预算法》从来没有禁止中央财政统一全国政府债券的发行，尽管这样做容易抑制地方政府扩大债务、加快发展的积极性，并容易造成政府内部争资源、大锅饭、权力寻租等问

题，但通过政府内部预算和管理体制改革，推动内部市场化资金转移机制建设，这些问题是能够得到控制的。而且，由中央财政统一全国政府债券发行，不仅有利于中央政府更好地掌握和控制全国政府债务的规模，降低政府债务成本，也有利于削弱中央提要求、出政策，地方抓落实、扛困难，中央与地方财权和事权不统一的矛盾。同时，还有利于各级地方政府退出融资市场，削弱其大量融资对资金市场和价格的扭曲影响。因此，完全可以考虑由中央财政统一发行国债，替换地方政府债务，而不必再由其“自发自还”。今后仍然应该坚持：地方政府不得发行债券或以其他方式增加债务。

（2）可以考虑由财政部发行专项债券，适度购买央行外汇储备。

目前，在央行资产负债中，仍保持了大规模的外汇占款和银行法定存款准备金，不仅虚增了央行资产负债规模，而且使央行货币政策高度受制于外汇的流入/流出（外汇占款的增加/减少），而不是依赖国内债务，特别是国债的增减，缺少缓冲的余地。同时，央行持有超量的外汇储备，其运用和管理也存在问题。因此，有必要切实加以调整。

借鉴国际经验，可行的做法就是，由财政部面向商业银行的法定存款准备金发行专项国债，用于向央行购买外汇，央行收到资金后相应减少银行的法定存款准备金。这样将央行的部分资产负债转移给财政，对社会流动性不会产生太大的冲击，但商业银行将法定存款准备金转换成国债，可以增强其资产的流动性和收益率，减少损失，也有利于其增强贷款能力，降低贷款利率，推动社会融资成本的降低。

考虑到目前大型银行人民币法定存款准备金率仍有18.5%，全部银行存款准备金率平均约在17%，相应冻结的存款准备金有17万亿元左右，同时考虑到存款保险制度已经正式实施，未来金融稳定对法定存款准备金的需求减弱，保持5%的存款准备金率可能比较合适，这样就可以释放出12万亿元左右的资金。为了稳妥起见，财政部可以在这个

额度内发行专项债券，向央行购买1万亿~ 1.5万亿美元的外汇，形成国家主权基金，支持国家战略发展。

毫无疑问，做上述两方面的安排，中央财政的负债率就会大幅度提高，这似乎是一个巨大的挑战。但这实际上不再是中央政府本级的负债，而是全国政府的总负债，是将原来的隐性负债变成显性负债，将使我国政府的负债更加透明和规范。这样做不仅不会扩大政府债务风险，反而可以大大降低政府债务成本，增强政府信用评级。而且国债规模的扩张还将有力地推动我国债券市场的发展，推动金融格局和融资结构的均衡和优化，为利率市场化创造良好的市场环境，降低社会融资成本（在充分竞争的情况下，国债利率水平本身都可能明显降低）。强大的国债市场，还将增强央行货币政策的独立性（减少受外汇流动的影响，货币总量也可能要比现在节省很多），并为人民币国际化提供强力支持。因此，应该毫不犹豫地以扩大国债发行和流通作为战略重点与突破口，切实推动财政、货币及金融体制的深刻变革。

2．继续加大货币政策支持力度

（1）在当前经济下行压力很大，财政支持有待增强的特殊时期，货币政策的支持力度不能减弱。

尽管前期央行不断加大货币宽松力度，但受种种原因的影响，货币政策传导不畅，资金大量淤积在银行间市场，实体经济贷款和投资增长依然乏力。此时，不能因为银行间市场资金充裕，银行超额准备金率偏高而收缩货币政策。相反，要继续加大货币政策的宽松力度，压低央行资金存入和拆出的利率水平。同时，要认真梳理货币政策传导渠道和机制，采取有力措施消除“肠梗阻”现象，降低社会融资成本，推动资金流向实体经济。可以肯定的是，在其他条件没有大的改观的情况下，2015年M2增长目标安排为12%左右难以支持经济增长7%左右的目标，而且不仅会影响2015年的经济增长，由于货币政策效果的滞后性，还会进一步影响到2016年的经济增长。实际上，2013年末以

来，在外汇占款增长乏力甚至负增长的情况下，货币政策对冲的力度不足，资金实际成本降低不明显，2014年M2增长目标确定为13%已经偏低，实际执行仅增长12.2%。2015年M2增长目标进一步降低到12%左右，到4月、5月M2实际仅增长10.1%、10.8%，这也是造成经济增长更加乏力的重要原因。因此，要实现2015年经济增长的目标，必须进一步加大货币宽松的力度，否则，就要容忍经济增长出现较大幅度低于7%的结果。

（2）大力发展各类金融市场，弱化银行业影响力，降低银行利差水平。

目前我国金融市场突出的问题是，各类金融市场不够发达，特别是债券市场影响力太弱，银行业一家独大，间接融资占比太高，银行利差水平长期保持稳定，各种金融产品证券化、标准化、可转让程度低，金融交易不够活跃，也使利率市场化因缺乏充分竞争的市场环境而受到阻碍，进而抬高了国债收益率和社会融资成本。因此，应该大力发展各类金融市场，尤其是大力发展以国债为主的债券市场，大力发展互联网金融，打破传统的金融行业和市场的分割，促进市场开放和充分竞争，加快利率市场化进程。

（3）做好应对“流动性陷阱”和通货紧缩的政策准备。

在当前财政收支和金融市场尚未发生重大改变的情况下，应对经济下行和通货紧缩，货币政策的不断宽松在所难免，但也容易因传导机制不畅而形成“流动性陷阱”，即使央行投放流动性的利率降低到零，甚至对金融机构存放在央行的资金实施负利率政策，社会资金的需求和银行发放贷款的积极性仍然不足，资金仍难以流入实体经济，更无法推动经济发展。此时，就更需要加强财政与货币政策的配合，必要时，央行需要实施非传统的“扭曲操作”、定向宽松、量化宽松的货币政策。为此，要学习借鉴美联储等央行的实践经验，结合我国的实际情况，提前做好预案和政策准备。

当然，实施宽松的货币政策完全是当前应急的需要，决不能把这种应急的措施当作“新常态”的正常做法。应急维稳是为改革赢得时间和空间，改革才是解决问题、实现新的可持续健康发展的根本之路，必须抓紧研究和有效推进财税、金融体制和货币体系改革。

---

1. 2015年8月7日发表于“王永利”微信公众号。

第三部分
货币的运行逻辑

汇率与外汇储备、人民币国际化的逻辑关系如何？一个蕴含国际金融风险、挑战与机遇并存的不确定时代扑面而来。已经习惯国家外汇储备快速增长，并能娴熟应对的我们，现在需要适应外汇储备收缩、外汇占款下降周期的到来。在此过程中，该如何把握外汇储备增减变动的影响因素？怎样理解资金跨境流通的记账清算体制？与此同时，在“一带一路”倡议背景下，人民币国际化这盘大棋局该如何“落子”？

第六章
货币投放与外汇管理

记账清算与货币金融注

在记账清算体系下，外汇头寸并不会真正流出货币发行国。当一个国家的货币国际化时，其真正的国际清算和货币交易中心一定在本国，而不会是离岸。一个国家的货币成为国际中心货币，将是该国发展国际金融中心非常关键的重要条件。

在货币发展史上，货币脱金、记账清算、货币国际化是非常值得关注的三个重大裂变，对货币金融产生了极其深刻的影响。其中，记账清算偏重于底层技术和运行基础层面，虽然影响巨大，却一直未得到理论和教育界的足够重视，甚至存在很多误解和对政策与舆论的误导。因此，有必要对记账清算与货币金融的关系进行深入剖析和准确把握。

现钞清算与记账清算

现钞清算即交易双方一手交钱、一手交货，钱货两清的资金清算模式。

记账清算是指发生经济往来的双方通过开户银行等清算机构，以债权、债务的记账调整方式进行资金的清算。这种模式不直接涉及货币现钞真正的转移或流动。

例如，A企业向B企业投资（或购买商品）100万元，则A向其开户银行发出通知（书面或电子的），要求银行将资金从自己的存款账户中扣除并转给B的存款账户。银行收到通知即进行转账处理，并向A和B发出入账通知，相应登记：减少（借）A的存款，增加（贷）B的存

款。A接到入账通知，据以登记：增加（借）长期投资（或库存商品），减少（贷）银行存款。B根据银行通知登记：增加（借）银行存款，增加（贷）实收资本（或减少库存商品）。整个资金清算即告结束。

如果A和B不在同一家银行开户，则A的开户银行还要与B的开户银行发生往来清算，或者通过清算中心（央行）办理资金清算。

随着信息技术的发展，不仅企业、金融机构等主体之间的资金清算越来越多地应用记账清算模式，而且个人的经济往来也越来越多地应用记账清算模式，使资金清算方式发生了深刻的变化。

记账清算产生的重大变化

1.与现钞清算相比，记账清算具备诸多优势

记账清算可以大大减少现钞的流通，从而大大降低现钞印制、押送、验钞、保管、销毁等各方面直接或间接的费用成本。记账清算使资金的流转完全有账可查，大大增强了反洗钱、反贿赂、反恐怖输送、反偷税漏税的力度。记账清算可以将资金从源头上就集中到银行，有利于银行充分发挥资金资源聚集和配置的金融功能，更好地挖掘资金潜力，促进经济社会发展，更加有利于社会资金流动相关信息的及时、准确、完整地采集，推动信息化和智能化建设。

2.记账清算还使货币的形态发生重大变化

货币不再仅仅表现为现钞或现金，而更多地表现为银行吸收的社会存款（存款类金融机构因同业往来而吸收的其他同业的存款需要剔除，避免重复）。货币总量则可以简单地表述为流通中的现金+银行吸收的社会存款。

随着通信技术的发展，记账清算得以广泛应用，货币数字化进程不断加快，世界范围内现钞在货币总量中的比重乃至规模都在减少，甚至已经呈现出完全取消现钞货币的可能，货币越来越表现为记账货币、电子货币、数字货币等新的形态。

3.货币投放渠道发生变化

货币不再像现钞那样，完全由央行独家发行，或者由央行指定发钞银行发行，而是更多地通过信用投放（发放贷款、购买债券、提供透支等），由央行，特别是商业银行等商业性金融机构进行投放。

由于银行贷款会直接转化成借款人的存款，而存款又可以支持银行发放新的贷款，由此就形成了贷款投放货币的乘数效应。对此如果不加以合理控制，势必会造成循环往复，派生出无数的货币，造成货币超发或滥发，严重威胁货币体系的信誉和稳定。因此，当今社会很多国家都以立法形式增强央行的独立性，严禁央行直接面向社会（包括政府）提供融资，央行只能作为最后贷款人，出于维持金融体系稳定的需要，面向金融机构提供必要的融资，并要加强对金融机构的监管。面向社会的融资则由商业银行等金融机构办理。作为商业性机构，商业银行等金融机构如果胡乱提供贷款等融资出现严重问题，不仅会影响到其损益结果，而且严重的话还将破产倒闭，甚至其吸收的存款也会遭受损失。这就是在货币投放渠道发生重大变化之后，为了保证货币总量得到合理控制而做出的相应规范举措（所以，商业性金融机构一定要有破产的制度安排，政府和央行也一定要打破金融刚性兑付的承诺和安排，否则，就容易模糊中央银行与商业性金融机构的区别，容易对货币体系构成严重威胁）。

4.货币总量的变化受到基础货币和货币乘数的共同影响

在货币投放包括央行投放与商业银行等金融机构间接融资投放的情况下，最终形成的货币总量就受到央行投放货币（基础货币）与货

币乘数的双重影响。两个影响因素都存在扩张和收缩的可能，都会受到多重因素的影响，其变化是非常复杂的。例如，在货币乘数不变的情况下，基础货币的扩大，势必造成货币总量更大的扩张；但即使基础货币扩大了，如果货币乘数下降，货币总量并不一定会扩张。

例如，2008年8月底，美联储的资产负债规模接近9000亿美元，按当时美元兑换人民币的汇率6.85计算，约合人民币6.1万亿元（这远低于中国央行当时19.9万亿元的规模，反映美国央行更加强调最后贷款人的定位，资产负债结构更严谨），但到金融危机爆发后的2009年3月末，其资产负债规模即超过2.1万亿美元，大大超过危机爆发前的规模，这一度引起全球广泛的警觉。有人尖锐地指出“有的国家不负责任，开足马力印钞票，将给全世界带来恶性通货膨胀”，但实际情况并非如此。美联储资产负债规模的迅猛扩张，在很大程度上完全是被动的，是金融机构纷纷将其原来存放在其他金融机构的存款或者是购买的较高风险的金融资产转卖出去，大量转为购买国债或存放在央行以便规避危机风险造成的，相应也造成金融机构流动性非常紧张、货币乘数大幅度下降、金融危机冲击加大，迫使美联储不得不扩大对金融机构的资金投放。之后，美联储甚至打破传统，连续推出几轮量化宽松的货币政策，直接出面购买国债、“两房”债以及MBS产品等，推动其资产负债规模到2013年一度突破4.5万亿美元，达到危机前的5倍。但由于货币乘数严重收缩，美国2009—2013年货币总量平均增长率仅为4.5%左右。

与美国情况不同，中国在全球金融危机爆发后，迅速调整宏观政策，政府很快推出规模庞大的经济刺激计划，银行紧跟着大量投放贷款，货币乘数大幅提升，造成2009年货币总量增长惊人地超过28%。2009—2013年，央行资产规模年均增长9%左右，而货币总量年均增长18.8%，说明在基础货币增加的同时，货币乘数也在放大。

货币投放渠道和影响因素的多元化，就使货币总量的控制更加复杂了。而且，基础货币投放、货币乘数的变化都是有条件的，并不是完全由货币当局随意调整的。正因为如此，美联储在金融危机之后迅猛“扩表”并没有像人们原来想象的那样，可能造成严重的通货膨胀。相应地，美联储在2017年3月宣布将启动“缩表”进程，同样不会像不少人想象的那样，将造成美国乃至全球流动性的大幅度收缩并给金融稳定带来巨大冲击，美联储缩表没有那么可怕。可怕的是央行基础货币投放与货币乘数同步大幅度扩张或者收缩，形成叠加效应。

记账清算在跨境往来中的应用将带来更多影响

1.跨境资金流动中外汇所有权的转移取代了货币的转移

这一点至今并没有得到社会广泛的认知，甚至很多专家学者同样并不清楚，习惯于按照现钞清算的模式来理解跨国的资金流动，认为可以将外汇拿回国内投资和运用，以获取高的收益，而不是放在海外得到低收益。

实际上，在记账清算体系下，即使招商引资获得的外汇资金，也只是获得了外汇资金的所有权，其头寸根本没有出来，从一开始就只能存放在国外，由此形成的外汇储备，是不可能“拿回来”的。要减少，也只能“用出去”。招商引资尽管成本很高，但需要比较的不是存放在海外的收益，而是通过招商引资，引进设备、技术和产品等推动国内经济发展、推动改革深化等所产生的综合收益。如果其产生的综合效益明显大于招商引资的成本，则要毫不犹豫地进行招商引资，这也是我们坚持改革开放基本国策的重要内容。但如果招商引资产生的综合收益已经难以弥补其成本，则必须尽快调整招商引资的政策和门槛，而不能一味地为了扩大招商引资而过度提供优惠政策。至于外汇头寸的收益水平，由于只能被动存放在海外，与股权投资存在很大

不同，所以只能与海外市场的一般收益水平进行比较，而不能与招商引资的成本进行比较。

同样的道理，正因为美国海外资产大量是风险高、收益也高的股权投资或债权投资，而其海外负债则是因为大量美元作为国际外汇储备，被动地存放在美国，收益率很低，所以，尽管美国总体上海外负债超过海外资产3万亿美元，但其海外资产收入仍然大大超过海外负债支出，并不是不可能的。这也进一步表明，由于各国海外资产、海外负债存在不同的主体、不同的形式和收益水平，简单地将一个国家的海外资产与海外负债相抵、将海外收入与支出相抵，并以此进行国与国的海外净资产、海外净收益的比较，是非常不科学、不合理的。

2.记账清算与货币国际化

当今社会，货币是由国家主权保护的法定货币，是有国家属性和流通范围的，而投资和贸易却越来越多地跨越国境区域化、全球化发展，这就带来跨境往来的货币选择、清算和兑换问题。

不同国家的贸易和投资往来，需要选择一种货币进行计价和清算。可以选择直接往来双方中某一方的货币，但这就面临一个问题：如果出口方或接受投资方获得他国的货币不能在本国使用或流通，而只能用于货币发行国的话，就存在货币的收益乃至风险问题。这就在国际货币之间出现了需要新的、能被世界各国广泛接受的交换媒介和价值尺度问题。于是，综合实力和国际影响力强、国际交往多、能被广泛接受的国家的货币，就逐步发展成为国际中心货币，各国进行国际贸易和投资时，可以选择使用国际中心货币进行计价和清算，从而大大提高国际交易的成功率和效率，由此也就形成了国际货币体系。

在不允许他国货币在本国流通的情况下，外国货币流入后，需要兑换成本国货币才能使用。如果这种兑换发生在民间，包括商业银行在内，一般不会对本国货币总量造成太大的影响。但如果是将外汇卖

给中央银行，就会形成央行以购买外汇、形成央行外汇储备的方式投放基础货币，就会造成货币总量的扩张。

由于在记账清算体系下，外汇头寸并不会真正流出货币发行国，因此，外国拥有的某种货币外汇储备越多，其对该货币发行国的债权或资产就越大。相应地，该货币发行国的外债就会越多。即使货币储备国将外汇转让给其他国家，只要不是对货币发行国使用，货币发行国的外债就不会减少，只是会变更债权人而已。这样，当一个国家的货币国际化时，其真正的国际清算和货币交易中心应该是在本国，而不会是离岸。一个国家的货币成为国际中心货币，将是该国发展成国际金融中心非常关键的重要条件。

根据这个原理，人民币国际化需要把握好以下几个原则。

第一，人民币“走出去”，应该是鼓励以记账清算方式“走出去”，而不是鼓励现钞“走出去”（实际上，政府和货币当局应该严格控制现钞流出）。

第二，要切实加快人民币在岸（国内）的全球清算和交易中心（可以由多种人民币交易市场组成，包括加大人民币国债市场建设，并允许海外拥有的人民币参与）建设，并以此推动国际金融中心的建设，增强中国金融的国际影响力。

第三，要配套推动人民币汇率及可兑换和外汇管理体系改革，推动诸如亚洲基础设施投资银行、丝路基金、金砖国家开发银行等配套金融组织和运行规则的建设，加强与国际货币基金组织、世界银行等国际组织的沟通合作，推动国家货币和金融体系的深入变革。

第四，人民币海外资产和海外负债将会扩大，需要在相关的统计中加以反映。

3.跨境资金流动对流动性的真正影响

在记账清算体系下，一个国家的货币“流出”，尽管会带来国内存款与境外机构存款的变化，但对全社会整体而言，特别是金融体系而言，流动性并不会受到影响。但对外汇“流入”国而言，如果央行收购此笔外汇形成外汇储备，相应投放其本国货币，就会增加流动性。从全球整体的流动性而言，就产生了“央行外汇储备倍增流动性”的机制。在全球资金跨境流动规模越来越大、外汇储备规模随之扩大的情况下，这就非常容易造成全球流动性的过剩。

从中国的情况看，1999年底广义货币余额为11.76万亿元，到2007年末达到40.34万亿元，2014年6月突破120万亿元，2017年4月末近160万亿元。其中，1999年末央行外汇占款为1.4万亿元，2014年5月末央行外汇占款达到高峰，为27.3万亿元，2017年4月末为21.6万亿元。央行外汇占款属于基础货币，考虑到货币乘数的影响，就成为2000年以来货币投放与回笼最主要的渠道和影响因素。因此，无论是央行外汇占款大幅扩张还是快速收缩，都必须高度关注、有效应对。

在央行外汇占款快速扩张，相应造成基础货币大规模投放的情况下，央行为了控制货币总量，不得不通过收回再贷款、发行央行票据、提高法定存款准备金率等举措，冻结商业银行等金融机构的部分流动性，从而抑制其派生存款的能力，间接抑制货币总量的扩张。2006年之后对冲举措基本上都集中到调整存款准备金率上了，大型银行存款准备金率最高时达到21.5%。自2014年5月央行外汇占款达到高峰并开始收缩后，央行也相应下调了存款准备金率，到2016年3月下调到大型银行17%的水平。但即使如此，这也是世界罕见的高水平准备金率，冻结资金超过18万亿元，成为央行最大的负债项目。而与此同时，在商业银行需要资金时，央行又通过多种拆借方式提供融资，2016年底规模接近8.5万亿元，占央行负债总额的25%左右。这不仅造成央行资产负债规模的膨胀，与央行最后贷款人的身份产生矛盾，而

且由于法定存款准备金年利率仅为1.62%，而向央行拆借资金年利率不低于4%，其中存在非常大的利差，实际上是央行将外汇占款的成本向商业银行转嫁了。而在以间接融资为主，银行一家独大的金融体系下，银行又会尽可能将成本向外转移，特别是向小微企业和个人转移，也成为小微企业融资难、融资贵的一个重要因素。由于央行外汇占款投放基础货币减少，相应大规模采用资金拆放的方式投放基础货币，资金成本大大提升，也推高了整个社会的融资成本。在这方面，实际上存在很大的结构性调整的空间，降准也不应成为货币政策的“禁区”。

可见，记账清算对货币金融的影响是非常深刻的，需要认真探究和准确把握。

---

1. 2017年5月22日发表于“王永利”微信公众号。

积极应对外汇储备的大扩大收㊟

外汇储备无论是大扩还是大收，均需积极应对。央行能做的是合理安排外汇储备的币别结构、资产结构、期限结构等，平衡好流动性与收益性的关系。在保持外汇储备规模和人民币汇率稳定上，应该把重心放在前者。此外，强化外汇储备的核算和披露。

已经习惯国家外汇储备快速增长，并能娴熟应对的我们，现在需要适应外汇储备收缩、外汇占款下降周期的到来。这需要准确把握外汇储备增减变动的影响因素、存在形式，尤其需要理解资金跨境流通的记账清算体制，明确外汇跨境流动的表象与本质，然后才能找准应对外汇储备大扩和大缩的路径与举措。简而言之，就是要把握外汇储备变动之“道”和应对之“术”。

在中国，国家外汇储备特指中国人民银行，通过“外汇占款”（投放货币）所购买和持有的外汇（实际上叫“央行外汇储备”更合适），不含黄金及特别提款权等其他官方储备。

进入2000年以来，特别是2001年底加入世界贸易组织之后，国家外汇储备增长不断加快，高峰时接近4万亿美元，远超日本成为世界最大的外汇储备国。

然而，自2014年下半年开始，外汇储备进入收缩周期。2016年11月末，外汇储备下降至30506亿美元，较高峰期减少9416亿美元，考虑到2016年12月美国正式宣布美元加息，并且预计2017年继续加息3次，

人民币兑换美元贬值压力进一步加大，外汇储备和外汇占款继续下降的压力趋大。

国家外汇储备的大规模扩张和收缩，都会对经济金融乃至社会发展和国际影响力产生重大而深刻的影响，急需高度重视、积极应对。

外汇储备变动之“道”

这需要从外汇储备的币种、资产及投向结构去诠释。

首先，外汇储备的币种结构。央行外汇储备可能涉及多种国际储备货币，例如美元、欧元、英镑、日元等，整体的币别结构一般以国家的国际投资、贸易等结算货币的基本结构为基准，结合主要货币的汇率走势和收益水平等进行部分与短期的调整。由于美元仍是国际中心货币，所以目前美元储备仍占绝大比重，外汇储备总额也一般都会汇总折合美元披露。

当然，正因为存在折合美元汇总反映的问题，就存在美元与其他货币之间汇率变化对储备总额的影响。即使各种货币外汇储备余额不变，由于汇率的变化，其折合成为美元之后，外汇储备的总额也会发生变化。因此，在规模大、币种多的情况下，汇率风险也成为外汇储备管理必须面对的重大挑战。

其次，外汇储备的资产结构。外汇储备的运用要兼顾流动性和营利性，存在的形式主要包括以下几方面。

（1）存放或拆借给海外金融机构，包括外国央行。

（2）购买主要国家国债或资质较高的金融机构债等。

（3）贷款给金融机构（例如国家开发银行、进出口银行）或委托金融机构贷款等。

（4）其他运用。

另外，从期限结构上看，央行外汇储备的运用，还存在活期与定期之分，定期又存在短期、中期、长期之分。央行需要保持一定的外汇储备流动性，以便保证对外售汇和平抑汇率的需要。

最后，外汇储备的国别投向结构。外汇储备的一个重要特点是主要存放在外国。全世界的外汇储备最初都来源于货币发行国，又主要运用于或存放在货币发行国（全世界最大的美元储备最初都来源于美国，并且又基本上都存放或投资到美国，例如购买美国国债等），这是一个基本常态。

这一点很多人非常不理解，有专家和学者指出，中国以很高的代价引入外国（例如美国）资金，转手又以很低的价格借回外国（例如美国），形成突出的发展中国家反哺发达国家的不合理局面。有人进一步诘问："中国为什么坚持一定要把钱借给美国？在国际场合，中国的这种行为方式已经成了笑柄。再不图变，除'愚蠢'二字，似乎已经无法找到其他解释了。"这种看法是对当今社会资金清算方式不理解造成的严重错觉，这种看法不纠正，也同样会对人民币"走出去"的政策和管理产生影响。

实际上，当今社会的资金清算中，现金清算已经越来越少，绝大部分都是通过开户银行之间记账清算来完成的。

更重要的是，记账清算改变了长期以来人们"钱货两清"的概念，转为以债权、债务的增减确认和记录代替现钞的清算。在这种情况下，所谓"美元流出"，实际上是指美元的所有权流出，而真正的货币（"头寸"）并没有流出。因此，无论什么原因，美元"流出"的越多，美国的外债就会越大。美元"回流"的越多，美国的外债就会越少。即使美元作为外汇储备的所有权在美国之外的所有者之间转让，也并不会对美国的美元外债产生实际性影响（这就类似企业发行

股票后，其股票在二级市场的转让对企业股票总数没有影响。也正因为如此，中国减持美国国债，只要不是美国买入，对美国流动性的影响也不会很大，根本不像有人想象的那样，可以对美国构成很大的威胁）。

换言之，在记账清算体制下，“外汇储备，只能用出去，而不能拿回来”。对于其他国际储备货币，包括人民币国际化，也同样如此（人民币国际化不应该是现钞的跨境流通，而应该是通过银行进行的记账清算，流出、流入的同样是人民币的所有权，而不是真正的货币头寸。人民币全球清算和交易中心应该在中国大陆，而不是在境外。人民币国际化将改变对外债权、债务的币别结构，增加人民币的份额）。这是在研究货币跨境流动和外汇储备时必须清楚的关键点。

进一步看，外国企业收到外汇之后，如果要办理结汇，中国银行将减少外国企业的外汇存款，增加其人民币存款（增加银行的外汇占款）。如果中国银行进一步将外汇卖给央行，则要进行外汇和人民币的交割，其中，央行增加中国银行在央行的人民币存款（增加央行的外汇占款），同时增加在中国银行（或指定银行）的外汇存款。中国银行则增加在央行的存款（减少自己的外汇占款），同时增加央行的外汇存款（或减少在海外银行的外汇存款）。

央行购买外汇，即形成“国家（央行）外汇储备”。在记账清算的情况下，央行外汇储备从一开始就表现为其在海外的债权或资产，根本不可能“将外汇拿回来”，因此，也就不存在央行“以很高的代价引入外国资金，转手又以很低的价格回借外国”的问题。

值得一提的是，从整个国家看，“以很高的代价引入外国资金”和“以很低的价格回借外国”是不同的主体从事的两个不同行为，不能笼统讲并让人错误地认为是央行一体化的行为：国家以优惠政策招商引资或鼓励出口引入外汇，不能简单地跟外汇存放海外的收益相比，而应与招商引资、鼓励出口带动经济发展、劳动就业和社会进步

等产生的综合效益进行比较。如果有好的效益，就应该积极推动；如果出现负面效果，则应及时调整招商引资、鼓励出口的政策。一旦形成外汇储备，其运用效益更多地受制于海外市场的水平，即使其收益水平低于引资成本，也不是央行能够完全左右的。

央行能做的是在基本的国际市场条件下，合理安排外汇储备的币别结构、资产结构、投向结构等，平衡好流动性与收益性的关系。

外汇储备大规模扩张带来的影响

外汇储备的快速增长，反映出外汇快速流入中国，也有力地推动了中国经济社会的发展；大规模的国际投资和贸易，以及巨大的外汇储备，也极大地增强了中国的国际影响力。

但外汇大量“流入”，外汇储备的大规模增长，也会带来很多问题和挑战，主要表现在以下几方面。

大量的外汇流入并结汇成人民币，推动人民币快速升值，甚至形成虚高，进而影响到招商引资和出口增长。与此同时，大量外汇结汇，央行外汇储备快速扩大，相应地也造成人民币被动投放过大。

即使不考虑商业银行的外汇占款，仅从央行外汇占款的变化看，1999年末为1.4万亿元，2014年5月高峰时超过27.3万亿元，增加了近26万亿元，这会直接表现为商业银行吸收的存款。而商业银行又可以依托存款发放贷款，并形成贷款的货币乘数效应，即使不按存贷比的高限计算，仅按60% ~ 70%的比例保守计算，由于央行外汇占款增加可以增加的货币总量将超过61万亿~ 86万亿元。2014年5月人民币货币总量为118.23万亿元，比1999年末增加了106.47万亿元，其中央行外汇占款增加成为最主要的影响因素，购买外汇储备成为央行投放基础货币最主要的渠道。

为了控制货币总量的过快增长，央行在外汇占款被动增长的情况下，只能通过收缩商业银行流动性的方法，间接抑制商业银行发放贷款派生货币的增长。央行从发行央行票据、扩大正回购、收回再贷款等方法收缩基础货币投放，最后主要集中到提高商业银行法定存款准备金率上，从原来6% ~ 8%的水平，一路提高到2011年6月大型银行21.5%，中小银行17%左右的水平。

事实上，商业银行大量资金被央行冻结。这不仅抑制了商业银行贷款投放和派生货币的能力，而且将央行对冲外汇占款的成本在很大程度上转嫁给了商业银行：央行对法定存款准备金支付的年利率为1.62%，大大低于发行央行票据或商业银行同业拆借利率，更低于商业银行发放贷款的利率水平。商业银行则进一步转嫁成本，造成贷款，特别是小微企业和个人的贷款等利率居高不下。

其中还存在一个问题是，在我国，外汇兑换、汇率管理和外汇储备管理高度集中到央行，在央行外汇储备快速增长，货币大量投放，不得不大规模采取对冲措施的情况下，各级政府依然在采取优惠政策招商引资和鼓励出口，而无须承担由此带来的应对成本，未能及时调整相关的政策，转变发展方式，结果造成财政政策与货币政策不协调，造成货币增长过猛，资产价格上涨过快，产能严重过剩，资源消耗过大，环境破坏严重，社会资金加快脱实向虚等，遗留很大的问题。另外，外汇储备快速增长，也给外汇管理、保值增值带来很大的挑战。

但无论如何，在长达10多年外汇储备不断增长的过程中，央行已经积累了比较成熟的应对经验和措施体系，而且在外汇大量流入时，很多问题容易解决，其带来的挑战并不可怕。

外汇储备大规模收缩可能带来的影响

在外汇大量流入之后，如果集中外流，会带来巨大风险，其可能带来的影响会大大超出外汇集中流入，甚至可能引发严重的金融危机乃至经济危机，这在很多国家都成为现实。

从中国的情况看，如果社会上出现购汇热，特别是出现购汇转出，可能意味着人民币的收益低于外汇，或者中国的投资或生活环境不如海外有吸引力。当然，比较好的结果是，中国已经完成了原始积累，开始从吸引外商投资，转为对外投资，成为资本净输出国。这一点是迟早的事，需要做好心理和策略准备。而一旦形成人民币将持续较大幅度贬值的社会主流预期，就会形成强大的购汇压力，就可能造成央行外汇储备急剧收缩的局面。这首先就会给央行外汇供应带来巨大挑战。

必须看到，尽管目前我国外汇储备依然维持在3万亿美元左右，规模仍属世界第一，远高于世界第二，但相对于153万亿元人民币的货币总量而言，规模并不是很大。其中还涉及外汇储备的流动性问题，即尽管有3万亿美元外汇储备，但其中有多少可以随时拿出来卖掉，还是一个必须关注的重要问题。

一般而言，在外汇储备不断增加时，央行可以加大中长期和收益率高的资产安排，以便获取较高的收益。在高峰期将近4万亿美元时，保持流动性资产的可能性并不是很大，其中很多可能已经做了长期安排。但从2014年7月开始，外汇储备不断加快减少，从将近4万亿美元下降到3万亿美元，这会消耗大量流动性强的外汇资产（2016年中国持有的美国国债已经大幅度减少），将对央行外汇流动性管理构成严重威胁。即使还有3万亿美元外汇储备，但如果其中可供结汇的部分太少，同样可能因外汇严重供不应求而导致人民币急速贬值。

更重要的是，如果外汇储备大规模收缩，相应地造成央行外汇占款（基础货币）大规模收缩，就会对货币总量带来巨大冲击，需要央行采取有效措施维持货币政策的相对稳定，包括扩大逆回购、合理运

用常备借贷便利、中期借贷便利、抵押补充贷款，以及适时适度降准等。

其中，考虑到前期为了对冲央行外汇占款的扩张带来的人民币大规模投放，央行大幅度提高了商业银行法定存款准备金率，最高峰时大型银行已达21.5%，相应冻结了大量资金，其后尽管陆续下调，到2016年3月大型银行下调到16.5%，中小银行为13%左右，但在此期间主要集中在两个时段：2011年12月到2012年5月，下调了1.5个百分点，而这个时期央行外汇占款仍在增长；2015年2月到2016年3月下调了3.5个百分点。2016年3月之后尽管央行外汇占款下降了1.6万亿元，却一直未做调整。

因此，随着央行外汇占款的减少，理应配套采取“降准”举措。这样不仅可以对商业银行释放流动性，同时也会减少商业银行低息资金占用（法定存款准备金利率很低），有利于减轻社会融资难、融资贵的压力，并理顺央行与商业银行的财务关系。

故此，对外汇储备可能出现的大规模收缩务必高度重视，积极筹划应对举措。特别是在美国经济复苏势头较好，2016年底开始启动美元加息举措的情况下，更是如此。

外汇储备管理之“术”

外汇储备管理急需强化，但要坚持稳中求进。

尽管近期出现人民币贬值和外汇储备收缩加快的趋势，但中国依然保持较高的发展速度，保持庞大的外汇储备和法定存款准备金规模，具有很大的应对余地。因此，对外汇储备由高速增长到快速收缩的变化，既要高度重视，又要保持冷静，积极有效应对。

1．在保持外汇储备规模和人民币汇率稳定上，应该把重心放在前者

外汇储备的形成是非常复杂的事情，形成巨大的外汇储备非常不易，这也是国家综合实力和国际影响力的重要组成因素，是人民币国际化的重要支撑。尽管不是越大越好，但中国作为发展中国家和第二大经济体，也需要保持一定的外汇储备规模。而汇率只是一种价格，不应该过度强调和保持稳定，否则，过多地干预可能扭曲市场，付出极大的代价。在策略上，对汇率可以采取“阶梯式”管理，而不是“曲线式”管理，即允许市场阶段性较大幅度下滑或上调，然后进行一段时间的观察，确定是否进入相对均衡的汇率区间。不行的话，再次放开，进行较大幅度调整。这样，央行的付出会比持续的变化少很多，因为一旦汇率下滑（或上行）到阶段性市场预期，市场上购汇（卖汇）的积极性就会减弱，而不是持续对赌。

当人民币出现较大幅度贬值时，央行卖出外汇将获得很大的汇兑收益。以前人民币不断升值时，曾有人认为外汇储备将面临巨大的汇兑损失，实际上是一种误解。在人民币不断升值的情况下，央行为了平抑汇率，需要做的是更多地买入外汇，而不是卖出外汇。总体而言，是以越来越少的成本购进外汇。而在人民币出现贬值预期时，央行为了平抑汇率，需要更多地卖出外汇，而不是买入外汇。总体而言，将获得很大的收益。

2．要强化外汇储备的核算和披露

长期以来，人们在讲到外汇储备时，只是讲到各种外汇储备折合美元的余额及其变动情况，但这种结果受到很多因素的影响，还需要加强核算和披露。至少内部应该做到以下几方面。

第一，要明确各种外汇原币的余额及其变动情况。

第二，要明确反映出因其他货币兑美元汇率变化造成的汇兑损益情况。

第三，要反映出外汇储备变化的主要渠道情况。例如，是通过结售汇形成的，还是通过与其他官方储备资产的转换形成的。不同渠道造成的影响是不同的，在考虑其对人民币货币总量的影响时，主要观察的是外汇占款的变化，而不是以美元表示的外汇储备余额的变化。

第四，要反映出外汇储备的实际运用及其损益情况。其中，央行减少美国国债的持有规模，也应区分是在外汇储备没有减少情况下的主动调整，还是在外汇储备减少情况下的被动出售。

第五，要加强外汇储备对人民币的成本与汇兑损益核算及管理。在央行独家经营外汇储备并管理人民币汇率的情况下，央行对国内市场外汇买卖只会赚不会赔，由此可能形成巨额汇兑收益，应该科学核算、准确反映、有效管理。

在我国拥有数万亿美元外汇储备的情况下，其影响是多面的、巨大的，应该像财政预算和执行情况一样，专项纳入国务院或全国人大进行审核与监督。同时，尽可能扩大信息披露，增强社会监督。

---

1. 2017年1月9日发表于“王永利”微信公众号。

巨额外汇储备争议之外，获益几何？㊟

当美国开始收缩量化宽松货币政策，造成不少发展中国家货币大幅度贬值、金融严重动荡之际，中国能够保持稳定，巨额外汇储备功不可没。尽管饱受争议，但不知不觉中，外汇储备可能已经获益巨大，甚至更多的好处尚未充分显现！

2013年以来，我国国家外汇储备再次加快增长，到5月末已突破3.5万亿美元，其规模在全世界遥遥领先。这再次引起广泛关注和激烈争议，很多人认为我们的国家外汇储备太多了，由此产生一系列严重问题。在人民币大幅度升值的情况下，可能造成数千亿美元的巨额汇率损失。由此投放了过多的基础货币并积累严重的通货膨胀隐患。在国内实体经济资金紧张的情况下，外汇储备大量投放美国等发达国家，是以穷国支持富国，损害了我国的经济增长潜力，并影响了我国国际竞争力的提升。如此等等，不可谓不犀利、不震撼。但实际上这些看法却不够全面、客观和准确。

要弄清楚巨额国家外汇储备因何而来

我国长时间实施严格的强制结售汇制度：由中央银行（中国人民银行）确定人民币兑主要外币的汇率（管制价格）并指定专业银行代理中央银行进行外汇买卖（中央银行再与指定银行办理外汇清算）。规定企业、个人和银行所取得的外汇，除了规定可以持有的额度外，一律需要出售给国家（中央银行）换取人民币。企业、个人和银行需要外汇时，在规定的用途和限额内可以用人民币从国家购买外汇。中央银行买卖外汇形成的结余即成为国家外汇储备，并由中央银行负责

管理。直到1978年末国家外汇储备仅为1.67亿美元，1980年甚至为-12.96亿美元。由于外汇供不应求，长时间存在外汇汇率“挂牌价格”（管制价格）与“黑市价格”并存的“价格双轨制”，黑市价格大大高于挂牌价格。

实施改革开放宏观政策后，我国以非常优惠的政策招商引资，海外华侨的个人汇款也逐步增多。相应地，国家外汇储备也不断增加，到2006年突破1万亿美元，加上财政部购买并注入“中国投资公司”的2000亿美元，2008年末即突破2万亿美元，2010年末即突破3万亿美元。增长速度迅速提高、举世瞩目，外汇储备规模已经超过2000年末的20倍，2006年超过日本成为世界最大的外汇储备国，现在已经远远超过日本一倍以上稳居世界第一。随着外汇储备的增加，中国也从外汇极度短缺，转变成越来越多的人担心外汇储备太多了。

我国外汇储备的快速增长，既有我国不断深化改革开放，经济社会持续稳定发展，国际吸引力不断增强的原因，也与新一轮全球化快速发展，国际大环境发生深刻变化，国际资本大规模转移和流入中国密切相关。

尤其是加入WTO之后，大量产能流入中国，使中国经济越来越形成“两头在外”的外贸依赖型经济体，成为新的“世界工厂”，贸易顺差快速扩大。人民币扭转了长期处于贬值的态势，升值压力不断加大，特别是在美国经济不景气，国际资本外流不断压低美元汇率的情况下，人民币汇率采取盯住美元的做法，一方面增强了对美国的竞争力，但人民币的快速升值也对我国的出口和经济稳定构成威胁，必须由央行大量购买美元以便抑制人民币兑美元的升值。另一方面也因为跟随美元而对其他货币贬值，增强了出口竞争力，吸引了更多其他货币资本流入中国。但这也使中国与国际社会的汇率矛盾、贸易摩擦日益加剧。这迫使中国于2005年开始实施人民币汇率体制改革，由单一与美元挂钩，改为与若干主要货币按比例挂钩的一篮子汇率形成机

制，人民币开始有控制地浮动和升值。但全球金融危机爆发后，中国的优异表现更吸引了大量国际资本流入，在这种情况下，人民银行如果不出面投放人民币购买外汇，人民币就会急速地大幅度升值，对出口和经济社会构成严重威胁。而人民银行购买外汇，就必然推动国家外汇储备快速增长。

显然，我国外汇储备的迅猛增长是有客观需求和政策原因的，从根本上说，是我国坚持改革开放，扩大国际吸引力和出口生产能力的结果，是经济发展、综合国力和国际竞争力增强的表现，是在大量外汇流入中国的情况下保持人民币汇率合理上涨，进而保持出口和经济稳定的客观需要。巨额外汇储备并不是国家或人民银行想买就能买到的。

如何看待国家外汇储备的规模和影响

在中国不断扩大对外开放、国家外汇储备持续增长的过程中，有一个问题开始引起越来越多的人的关注和争议，这就是我国的国家外汇储备是不是太多了。实际上，从国家外汇储备超过500亿美元开始，这个问题的争议就始终没有间断（当年朱镕基曾在一次金融工作会议上花了很长时间讲述外汇储备超过500亿美元是需要的，是利大于弊的，希望专家学者不要再做无谓的争论）。很多人认为，国家外汇储备过多也会产生很多负面问题或影响，不仅意味着要相应扩大人民币投放，可能引发超过预期的通货膨胀，并且可能造成国家财富外流，国际义务负担加重（与我国作为发展中国家的实际不符），并承担更多的汇率风险等。

那么，如何把握国家外汇储备合理的规模呢？很多人习惯于用国际惯用的，满足3个月进口付汇和外债偿付的需要等，来衡量应该保持的外汇储备规模，并由此得出结论：我国外汇储备有1万亿美元足够了，现在都已经超过3万亿美元，太多了。

但实际上这种看法可能并不适用于中国特殊的国情：中国作为世界最大的发展中国家，改革开放初期生产力和社会生活水平非常低下，要推动经济发展，推动国有企业改造，急需引进技术、引进产能，加快设备升级换代。因此，外汇一直是我国最紧俏的资源，我国一直以非常优惠的政策鼓励招商引资，国家一直实施严格的外汇管制，实行强制结汇制度，以期集中全社会的外汇，增加先进设备和技术的引进。可以说，直到现在，这个进程并未结束，尽管我国要不断加强自主创新，但引进消化吸收再创新以及集成创新仍是非常重要的途径。同时，随着我国多领域产能的迅速扩张，能源和原材料等进口需求也不断扩大，使我国进口付汇的需求仍然非常巨大。更重要的是，大量国际资本投资中国，并不是完全要在中国销售，而更多的是利用中国的低成本和充足的劳动力，作为自己全球范围的生产基地，大量产品需要出口境外。这不仅推动中国迅速发展成为最主要的“世界工厂”，而且推动中国经济外向依赖度越来越高。这成为经济全球化的重要推力和重要结果。即使现在出口增长对经济增长的贡献度明显减弱，但出口对整个中国经济的贡献仍是非常重要的。这种状况难以在短期内根本扭转，人民币兑世界主要货币汇率的大幅度上升，必然会对出口以至整个经济发展、社会就业等产生深刻影响，因此，中国不得不对人民币汇率进行必要的干预。在中国，这就习惯性地交由中央银行以人民币购买流入的外汇，从而使国家外汇储备不断攀升，人民币投放不断扩大。其中，人民银行需要平衡控制人民币汇率上升、保证出口和经济稳定，与控制人民币货币总量扩张、抑制通货膨胀的关系，很容易陷入两难境地。因此，简单地用“满足3个月进口付汇和外债偿付的需要”来确定应该保持的外汇储备规模，并由人民银行按此单一目标来实施控制，是根本不现实的。

必须看到，我国推行改革开放，扩大招商引资，国际产能和资本大量流入，有力地支持了我国经济发展，增强了我国的国际影响力，这是国家外汇储备快速扩张的根本原因。因此，衡量国家外汇储备是否合理，最根本的是要看由此形成的产能和资金，是否得到了有效利

用，是否有助于经济社会持续健康较快发展。目前来看，我国经过长时间高速发展，现在已经呈现出越来越普遍和严重的产能过剩、投资效益下滑问题，资源消耗、环境污染和人口老龄化日益突出，急需转变发展方式，调整经济结构，促进升级换代。因此，必须尽快转变以往简单的招商引资、扩大生产的思维和模式，切实加大对资源、环境和劳动力的保护，推动财税体制改革，运用市场机制淘汰落后及过剩产能，提高热钱进入的风险和成本，提高资金投入产出能力，使国家外汇储备所对应的产能和资金得到有效利用。在有良好效益的情况下，国家外汇储备可以说多多益善。不转变发展方式，不转变传统的招商引资模式，造成大量增加的外汇储备所对应的产能和资金利用效率低下，其结果必然是非常可怕的。这才是问题的关键。

有人依然担心，即使外汇储备所形成的产能和资金能够得到有效利用，中央银行大规模购买外汇并投放人民币，依然可能造成人民币总量扩张太快，造成严重的通货膨胀。这确实需要引起重视，但其实际造成的影响可能并非想象的那么可怕。因为对购买外汇投放的人民币，中央银行可以通过发行央行票据等市场操作，特别是提高商业银行法定存款准备金率等渠道和方式加以回笼，抑制人民币总量的过快增长。例如，我国1999年11月21日商业银行存款准备金率调整为6%，2003年9月21日调整为7%。之后，根据国家外汇储备快速增长的情况，央行也快速上调商业银行存款准备金，到2011年6月14日，大型商业银行存款准备金率上调到创纪录的21.5%。按照2011年末存款近81万亿元，平均存款准备金率19%计算，将收缴存款准备金约15万亿元。尽管这不是直接减少外币占款以及由此形成的社会存款，减少基础货币投放，但可以通过收缩商业银行流动性，抑制其贷款投放和货币乘数来减少货币创造。当然，正因为提高存款准备金率不是直接减少基础货币，其收缩货币总量的功能要打一定的折扣，因此，存款准备金率的上升速度超过外币占款增长速度也是完全应该的。在这种情况下，说“存款准备金率没有上限”也是完全成立的。可见，外汇储备的扩张也并非必然会产生通货膨胀的实际结果。法定存款准备金成为中央银

行调整货币总量非常重要的资金池，如果未来出现资金外流，国家外汇储备增速过快下滑甚至出现规模减小，市场流动性紧张，中央银行也可以及时调整法定存款准备金率，及时释放流动性。这使中国央行在调控货币总量方面具有很大的空间和强制性，这也是其他主要经济体所不具备的独特优势。

有人认为，大量外汇流入中国，换成人民币，不仅人民币利率大大高于美元、日元等主要货币，而且人民币还在升值，使大量国家财富因此外流。更为严重的是，我国仍属于发展中国家，却把巨额外汇以很低的价格（利率）借给美国等发达国家（例如购买美国国债等），支持了发达国家的发展，在发达国家金融危机之后大规模扩大货币发行、降低基准利率、压低本币汇率的情况下，使中国遭受巨额投资和汇率损失。有人因此建议，应将外汇从国外拿回来，或者从国家外汇储备中拿出1万亿美元分给老百姓，鼓励民间投资和消费等。这听起来确实有很大的鼓动性，但却并不准确，不具备可行性。主要有以下几方面原因。

第一，外汇流入，换成人民币运用。我们不能只看到两种货币之间的利率和汇率差异，还必须将资金实际创造的财富加进去一并考虑。如前所述，如果外汇储备所对应的产能和资金利用效率较高，则外汇储备增加并非坏事。如果外汇储备所对应的产能和资金利用效率低下，确实应该采取措施抑制外汇流入，而不是等形成外汇储备之后再去做利率、汇率的简单比较。

第二，至于为什么形成的外汇储备基本上都要存放在货币发行国，这更是一个社会上普遍不了解的货币清算机制所形成的，几乎是不以人的意志为转移的结果。因为当今国际社会经济往来的货币清算，采用的主要都是通过银行等清算机构办理记账清算进行的，而不是通过现钞收付进行清算。因此，人们习惯所说的一个国家的“货币流出”，仅仅指的是货币的所有权和支配权流出，而真正的货币头寸

并没有流出。一个国家通过吸收投资或扩大出口获得的外汇，也就只能存放在货币发行国，一般不可能拿回现钞或者黄金。要减少这些外汇的储备，只能是通过投资或进口将外汇用出去，否则，要真正“拿回外汇”是不可能的。

第三，至于能否将外汇储备分给老百姓，则涉及国家外汇储备的性质问题。在我国，国家外汇储备一直是由中央银行用人民币购买外汇形成的，而不是由财政部用财政收入购买外汇形成的，而这两种渠道形成的外汇储备，在性质上是有根本性不同的。由央行用本币购买外汇形成的外汇储备，实际上是央行投放货币的重要渠道，其形成的外汇储备，如同黄金储备一样，是流通中货币的储备物，是用以平抑币值波动的根本保障，属于央行的负债，不能像财政收入一样由国家进行分配。否则，将造成严重的货币贬值，威胁货币信誉和货币体系的稳定性。只有财政购买的外汇，才如同财政收入一样，可以由国家支配使用。由于我国长期由央行独家购买和管理外汇，并习惯性地将央行外汇储备叫作“国家外汇储备”，使人们都没有意识到这两种外汇储备的本质不同。因此，建议尽快进行拨乱反正，将央行的外汇储备命名为“央行外汇储备”，而将财政购买的外汇命名为“国家外汇储备”。同时，明确央行买卖外汇，主要用于调节人民币供求和保持人民币的币值稳定。而财政买卖外汇，则更多的是考虑国家主权投资和调节进出口发展等宏观经济需要。通过财政向央行买卖外汇，也可以分流央行投放货币的压力，使财政债务更加清晰、准确和透明，增加国债也可以推动中国债务市场的发展，使财政政策和货币政策更加明确职责边界，发挥好应有的作用。

第四，至于目前由于人民币大幅度升值所直接计算出来的外汇储备汇率损失，更是不值得引起惊慌。尽管人民币大幅度升值，但在外汇储备总量仍在增加的情况下，央行买多卖少，意味着其购买同样的外汇可以用更少的人民币，并没有实际的损失，反而使整体成本更低了。如果未来出现资金外流，外汇供不应求，人民币必然贬值。此

时，央行作为外汇唯一或最主要的供应者，其储备的外汇可能获得巨额的兑换收益，而不是有人所说的严重的汇兑损失。

---

1. 2015年2月13日发表于“王永利”微信公众号。

怎样看懂国家海外净资产及其净收益？㊟

需全面、动态地看待海外资产和负债，二者结构不同，其对海外净收益的影响亦显而易见。无疑，中国要努力优化海外资产、负债的结构，争取最好的海外净收益，但这却非随心所欲和无条件的。

最近，一则关于中、美、日三国海外净资产及其净收益的消息在社会上引起极大震动："世界上有一个国家，手握超过3万亿美元的海外净资产，2014年的净投资收益达到1700亿美元，这个国家是日本；世界上有一个国家，欠了4.5万亿美元的海外净负债（负的净资产），但2014年的海外净投资收益竟然高达2288亿美元，这个国家是美国；世界上还有一个国家，手握近2万亿美元的海外净资产，但2014年的海外净投资收益却是-298亿美元，这个国家是中国。"由此，某知名学者尖锐地指出："能够负债是实力的标志，能够负很多债说明有本事。美国借很多外债，同时又在国外投资持有各类股权资产，在其国内减税且加大赤字，带来的结果是国内外双丰收。相比之下，中国拿着几万亿美元外汇储备，傻乎乎地瞎兴奋，就像明清时的人一样以为国库存银子多才是实力，他们没想到这是通过卖环境、卖资源、卖股权资产、卖健康得来的钱，同时又拿这些钱去买那些年收益1%～2%的外国债券，或者通过一些'大手笔'运动式投资计划投到那些鸟不拉屎的地方去烧钱。"这种观点已经引起不少知名人士的附和，并在社会上引起很大反响。

上述数字和知名学者的尖锐发声，不能不让人深感震惊，大有振聋发聩的感觉。但仔细琢磨，这种看法却不够全面和客观，难免有失

理性，很容易产生严重的误导。

这里至少有以下方面值得注意。

上述消息过度强调海外净资产及其净收益的综合结果，而并没有进行资产、负债的结构分析

实际上，世界各国的海外资产、负债并不完全相同，而不同的投资和负债的收益与成本相差是非常大的。

在海外资产方面，最主要的内容是国家对外的投资，主要包括对各类经济组织的股权投资和对金融市场的证券投资两大类。

一般而言，股权投资由于受到公司法资本保全要求的限制，需要承担企业经营管理最终的责任，不能随意从所投资的企业撤回投资，因此，其风险较高，所要求的投资回报率也就相应提高。而金融市场的证券投资，由于证券的透明度、流动性以及监管较强，其风险较低，因此，其投资回报率也就相应较低。

另外，一个国家的海外资产还包括存放在金融机构或央行的存款，以及其他应收账款等。这类资产的风险进一步降低，其收益水平也会进一步降低。

那么，能不能将低收益的海外资产都转成高收益的海外直接投资呢？这不仅取决于投资者的风险偏好，还取决于被投资者的需求，例如其对资本的需求、对技术的需求、对管理经验的需求等。有的国家急需引进海外投资，但由于投资环境达不到投资者的要求而难以引进。有的国家有资本，但却由于种种原因难以投资到海外的经济组织上去，获取更大的投资回报。

在海外负债方面，又包括主动负债和被动负债两大类。

主动负债一般是指一个国家的政府部门、企业部门、金融部门等根据需要，主动到海外筹集债务资金，例如到海外发行债券、获得海外银行贷款等。

在当今社会经济往来中，被动负债一般主要采用“记账清算”方式进行，而非“现金清算”的方式，在这种情况下，一个国家对外投资或进口付汇造成本国货币“流出”时，实际上仅仅造成了货币所有权的流出，而没有发生实际的货币流出，但却因此增加了货币发行国的对外债务，并相应增加了货币储备国的债权。这种负债主要是由于清算方式被动造成，债权人不将其储备货币用回来，货币发行国很难主动减少这种负债，即使海外债权人将其储备货币通过投资、进口等方式转让给其他国家，也不会减少货币发行国的负债。因此，当一个国家的货币成为国际储备货币时，其被动负债就会随其货币国际储备规模的变化而变化，国外拥有其货币储备越多，其被动负债就会越大。

一般而言，被动负债的成本会大大低于主动负债，但这种被动负债的增加却需要非常严苛的条件，其货币要更多地成为其他国家的储备货币。

从中、美、日三国的情况看，其海外资产和负债的构成存在极大的不同。

中国在改革开放初期，生产能力和消费水平非常低下，大量的资源和劳动力有待开发，急需引进海外资本、产品、技术和经验等，推动中国经济的发展。而中国廉价的资源、劳动力和环境保护，以及独特的政府支持、优惠政策，也吸引大量的国际资本和产能流入，其产品除了支持国内需求以外，更多的是用于出口，满足国际市场的需求，从而使中国发展成为新的“世界工厂”。但由于中国的货币并不是国际货币，大量的外商投资和出口收汇所形成的外汇储备，只能被动地存放在海外或用于投资金融市场证券，还难以直接对外进行股权

投资。特别是在人民币不断升值的过程中，社会上获取的外汇都愿意结汇转成人民币，因此将外汇储备主要集中到中央银行，而央行的外汇储备对应的是发行货币，为了保持币值稳定，央行更多地注重外汇储备的安全性和流动性，而在非收益性的情况下，更是难以有效开展股权投资。即使由中央财政购买一部分外汇储备，形成国家主权基金，其投资在很多西方国家仍受到诸多限制。这就使中国在很长一个时期，一直是资本净输入国，而非净输出国。直到2014年，这种情况才发生转变。这就造成中国吸收的负债主要是主动负债，其成本远比被动负债高，但海外投资主要是证券类投资，特别是低收益的国债和金融机构存款等，其收益远比股权投资低。因此，尽管其海外净资产近2万亿美元，但其海外净收益很低，甚至出现负收益也并不奇怪。

与中国形成鲜明对比的是，美国依靠其先进的技术、强大的资金实力和国际影响力，对海外的股权投资很大，特别是对发展中国家的投资，回报率都很高。同时，由于美元是国际中心货币，美元的国际储备规模很大，就使其海外负债规模更大，形成了世界上规模最大的海外净负债，但其海外负债中，很大的部分是美元储备的被动负债，其成本比主动负债低很多。这样，尽管美国的海外净负债规模庞大，但其海外净投资收益仍然很大。

与中美相比，日本处在中间的位置。一方面，与中国相似，日本保持了很大的贸易顺差，但由于贸易清算中日元的比例并不高，而更多的仍是美元等国际货币，因此，贸易顺差的扩大，只能使日本拥有庞大的外汇储备，而外汇储备同样只能被动地存放在海外或更多地投资于金融证券，其收益率比股权类投资低很多。与美国相似的是，日本的对外股权投资也很大（并相应地减少了其外汇储备，这也成为日本国家外汇储备没有中国大，但其海外净资产却超过中国上万亿美元的一个重要原因）。但不同的是，由于日元的国际储备规模远远无法与美元相比，因此，日本因日元的国际储备而形成的被动负债规模也

就很小，这就使日本的海外净资产规模明显大于美国，但其净收益规模却仍无法与美国相比。

显而易见，海外资产和负债的结构不同，对海外净收益的影响是非常明显的。中国要努力优化海外资产、负债的结构，争取最好的海外净收益，但这却并不是可以随心所欲、没有条件的。简单地与美国比较甚至是攀比，是没有道理，甚至是容易出大错误的。

过于静态和孤立地看待上述消息和看法，而没有全面、动态地看问题

从上述消息提供的数字直观看，确实存在“负债越大越赚钱”“中国手握几万亿美元外汇储备却不赚钱”的现象，但由此就对我国持有巨额外汇储备以及外汇储备的应用嗤之以鼻或横加指责，却不免失之偏颇。

实际上，在我国外汇储备超过500亿美元之后，对“外汇储备是否太多了”的争论就一直未断且不断加强，有人曾因为2005年之后人民币不断升值，而计算出国家外汇储备的汇率损失高达数千亿元等。还有人指出，中国属于发展中国家，一方面依靠优惠政策招商引资，另一方面又以很低的价格把外汇存放在美国等发达国家或者购买其国债，实在没有道理。有人甚至计算出，我国1995—2008年吸引外资的投资回报率平均在23%以上，而国家外汇储备的平均回报率在2.3%左右，造成极其严重的损失。全球金融危机爆发后，也曾有人强烈呼吁把外汇“拿回来”，或者拿出1万亿美元分给老百姓，刺激消费。如此等等，一度使巨额外汇储备饱受争议。现在，再拿海外净资产和净收益来说事，其实只是对巨额外汇储备进行指责的一种新的说辞而已。

对中国巨额外汇储备问题，本人曾在2013年9月出版的《国际金融研究》上发表了题为“巨额国家外汇储备：饱受争议，却获益无限”

的文章，对很多问题进行了解答，在此还需要将主要观点再强调一下。

第一，中国的国家外汇由极度紧缺、强制收兑，到快速增长，不断放松管制，储备规模一度接近4万亿美元，远超日本成为世界第一，是有客观需求和政策原因的。从根本上说，是我国坚持改革开放，扩大国际资本吸引力和出口创汇能力的结果，是在大量外汇流入中国的情况下保持人民币汇率合理上涨，进而保持出口和经济稳定的客观需要。没有这些变化，巨额外汇储备并不是国家或央行想买就能买到的。

第二，衡量国家外汇储备是否合理，最根本的是要看由此形成的产能和资金，是否得到了有效利用，是否有助于经济社会持续、健康、较快地发展。外汇流入，换成人民币运用，不能只看到两种货币之间的利率和汇率差异，还必须将资金实际创造的财富加进去一并考虑。也就是说，不能孤立地、简单地比较外汇储备运用的收益率，而必须放在整个国家投入产出的大账中做比较。在有良好效益的情况下，国家外汇储备可以说多多益善。如果外汇储备所对应的产能和资金利用效率低下，对经济社会发展产生了负面影响，就反映出外汇储备过多了，必须及时调整相关的政策，控制其继续增长。否则，其结果必然是非常可怕的。

目前来看，我国经过长时间高速发展，现在已经呈现出越来越普遍和严重的产能过剩、投资效益下滑问题，资源消耗、环境污染和人口老龄化问题日益突出，急需转变发展方式、调整经济结构、促进升级换代，因此，必须尽快转变以往简单的招商引资、扩大生产、提高增长率的思维和模式，切实加大对资源、环境和劳动力的保护，推动财税体制改革，运用市场机制淘汰落后及过剩产能，提高热钱进入的风险和成本，提高资金投入产出能力，使国家外汇储备所对应的产能和资金得到有效利用。

第三，由于采用记账清算方式，各个国家的外汇储备基本上都要存放在货币发行国，这是不以人的意志为转移的结果。人们习惯性所说的“一个国家的货币流出”，仅仅指的是货币的所有权流出，而真正的货币（头寸）并没有流出。要减少这些外汇的储备，只能是通过投资或进口将外汇用出去，否则，要真正“拿回外汇”是不可能的（也就是说，国家外汇储备只能“用出去”，不能“拿回来”）。

第四，无须担忧人民币大幅升值导致计算出来的汇率损失问题。人民币大幅升值，央行购汇成本更低。同时为应对升值，央行买入多于卖出，因此没有实际损失，反而是整体成本下降。

巨额外汇储备，尽管饱受争议，却可能获益巨大

我国外汇储备快速增长并保持世界第一、远超第二的规模，不仅有力地推动了我国经济社会发展，增强了我国的综合国力和国际影响力，也为人民币提供了重要支撑，为人民币国际化创造了非常重要的条件。如果没有世界第一的巨大的国家外汇储备，我国的国际影响力根本无法达到今天的水平。可以说，尽管饱受争议，很多问题也一直没有得到明确的有说服力的解析，我国巨额的外汇储备在不知不觉中，可能已经获益巨大，甚至更多好处还没有充分显现。

当然，无论如何，巨额国家外汇储备已经形成，并且已经对我国经济金融乃至社会发展产生了极其深刻的影响，成为我国货币总量中最重要的影响因素，其趋势性大规模增加或减少都将对我国产生极其重要的影响。因此，对外汇储备的变动及其对应的产能和资金的利用效率必须高度重视。不仅要看到外汇储备快速增长会推动货币总量快速扩张，容易催生通货膨胀，还必须看到其大规模减少会收缩基础货币投放，并进一步更大幅度地收缩货币总量，容易催生严重的通货紧缩，而且其影响和应对难度远非外汇储备扩张可比。因此，要密切关注外汇储备的变动趋势，特别是高度警惕可能出现的外汇大规模外

流，认真分析和准确把握其可能对货币总量产生的影响，采取有效的措施，防止其可能出现超出预期的变动而对货币总量以及全社会流动性，乃至经济金融和社会稳定等产生重大冲击。同时，有必要认真研究“央行外汇储备”与“财政外汇储备”的关系，明确是否可以由财政（发行专项国债）向央行购买外汇，减少央行外汇储备和基础货币投放，增大财政（政府）招商引资的成本压力，促进财政和央行职责的合理分工与协调配合，提高巨额外汇储备的利用效率。同时，要以国家外汇储备为依托，围绕“一带一路”倡议的推进，以及亚洲基础设施投资银行、丝绸之路发展基金、金砖国家开发银行的建设，大力推进人民币国际化并扩大中国的海外直接投资，从而探索和建立由中国引领的国际化新模式和国际货币新体系、国际金融新秩序等。

可见，切实加强国家外汇储备的关注和研究，及时发现问题并调整相关的政策和策略，加强外汇储备管理和利用是非常必要、非常重要的，但这必须有全面、客观、理性的观察和分析，决不能以偏概全、哗众取宠，造成严重的社会误导。

---

1. 2015年6月25日发表于“王永利”微信公众号。

汇改十年再出发注

十年汇改成果显著，但汇率形成机制仍待进一步改革和完善。诸如明确人民币汇率参考的一篮子货币的构成，扩大每日汇率浮动范围，直至完全解除对汇率浮动范围的限制，包括促进外汇交易市场的发展与不断改进和加强外汇监管等。

2005年7月21日，我国人民币汇率形成机制发生重大改革：由原来单一盯住美元，并由央行统一报价，转变为实施“以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度”。央行同时明确，人民币兑美元基准汇率由1：8.2765调整为1：8.11，升值2%。银行间即期外汇交易一篮子货币兑人民币的每日收市价作为翌日买卖中间价，每天实际交易价上下浮动的幅度不超过0.3%。之后，央行坚持“主动性、可控性、渐进性”的原则，陆续扩大外汇交易价格每日浮动的控制幅度（2007年5月21日起，由0.3%扩大到0.5%；2012年4月16日起，进一步扩大到1%；2014年3月17日起，再次扩大到2%），不断减少央行干预汇率的力度，增强市场在汇率形成中的基础作用，加快汇率市场化进程。

我国人民币汇率形成机制改革即将走过十年了，其间逐步放开、不断完善，在整个国家的市场机制建设中发挥了非常重要的作用，取得了预期的效果。

第一，由单一盯住美元，改为与一篮子货币挂钩，既有利于鼓励涉外投资和贸易中灵活选择包括美元在内的多种国际货币，避免过多地使用和依赖美元，降低货币兑换成本和汇率风险，并使人民币汇率

形成机制能够更好地反映外汇兑换和储备中主要外币的构成和影响，从而使人民币汇率更趋于科学合理。同时，也有利于相对减弱人民币兑美元的汇率摩擦。

第二，实施有管理的浮动汇率制度，并根据实际情况不断放宽浮动范围，既抑制了人民币汇率的大幅波动，保持人民币汇率的相对稳定，又不断推进汇率市场化，增强市场影响力，取得了明显的成果。2005年汇率改革之后，人民币汇率呈现出不断上升的态势，其中，兑美元汇率从汇改之初的1：8.11，升值到2014年1月最高时的1：6.09。之后，人民币汇率从单向升值区间进入双向波动区间。2014年以来，人民币兑美元贬值超过2%，但对其他货币却明显升值。在总体上，人民币汇率已经处于合理的均衡水平。

第三，在推进汇率市场化的进程中，保持人民币汇率的相对稳定，不仅有利于防止外汇大进大出，保持经济相对稳定，而且有利于增强央行货币政策的自主性，增强国际上对人民币的信心，有利于推动人民币国际化。

可以说，十年汇改，成果显著。但是，汇率形成机制仍有待进一步改革和完善。

第一，要明确人民币汇率参考的一篮子货币的构成，即包括哪些货币以及这些货币所占的比重。汇率改革尽管已近十年，但是，当人们讲到汇率时，甚至在官方和媒体报道汇率变化时，却仍指人民币兑美元的汇率，而不是人民币兑一篮子货币的汇率综合指数。货币当局也很少公布一篮子货币的构成及人民币汇率指数。所以，2014年以来，当人民币兑美元出现较大幅度的贬值时，社会上普遍的说法都是人民币贬值了，而忽视了人民币兑其他货币明显升值的现实，形成了很大的误导。

因此，央行应该公布一篮子货币的构成以及人民币汇率指数，保持公开透明。今后在讲到人民币汇率变化时，应该突出讲人民币汇率指数的变化，而不是单纯指人民币兑美元的汇率变化。人民币一篮子货币的构成（币种及占比）也应该定期检讨和适时调整，使其更加符合外汇交易和外汇储备的货币构成。

第二，与利率市场化配套推进，进一步扩大每日汇率浮动范围，直至完全解除对汇率浮动范围的限制。现在，人民币利率的管制正在趋向完全放开，而汇率与利率密切相关，随着利率市场化的推进，汇率市场化也需要配套推进，并共同推动人民币向自由兑换迈进。

第三，大力促进外汇交易市场的发展，创造开放统一、公平竞争的市场环境。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，前提是必须培育开放统一、公平竞争的市场环境，否则，在一个垄断的、扭曲的市场环境中，完全由市场决定价格、配置资源，就可能产生更加严重的恶果。因此，在推动汇率市场化的进程中，必须大力促进外汇交易市场的发展，包括扩大市场交易主体、丰富外汇交易产品、改进交易机制、加强市场监管等。

第四，配合人民币国际化与可自由兑换不断改进和加强外汇监管。人民币利率市场化、汇率市场化，以及人民币国际化和可自由兑换的推进，并不是不需要加强人民币和金融市场的监管乃至必要的市场干预了，相反，其对货币和市场监管的要求更高了。今后，人民币和外汇的跨境流动会更加频繁，人民币汇率的波动会更加剧烈，影响因素会更加复杂，造成的冲击会更加强烈，就会给监管带来更大的挑战。因此，必须不断改进和加强外汇监管，并做好应急预案，有效防范和及时化解可能暴露的风险。

需要特别注意的是，2005年汇改以来，我国长期面对的是外汇大量流入，人民币处于不断升值的状态，相应地，全社会持有外汇的意愿减弱，纷纷结汇并最终由央行兜底，形成巨额国家外汇储备。在这

个过程中，监管部门逐渐积累和丰富了应对的经验，并不断放松了对外汇的管制。但自2014年以来，这种局面发生了重大转变，人民币兑美元出现了较大幅度的贬值，社会上一度出现了较强的购汇和海外运用的意愿，造成央行外汇占款增速大幅回落甚至出现负增长，对基础货币投放及货币总量的预期增长产生了严重冲击，一些变化超出预期，政策应对难免被动。因此，对可能发生的外汇大量流出，以及由此可能带来的人民币汇率大幅贬值、央行外汇占款快速下降等，可能对人民币货币总量和国际化进程等方面产生的影响决不能掉以轻心，而必须高度关注，吸取2013年6月银行“钱荒”以及2015年6月以来“股灾”的经验教训，学习借鉴国际经验，提前做好场景分析以及应对的预案和政策准备，切实加强人民币与外汇跨境流通的监测与有效管理。

---

1. 2015年7月9日发表于“王永利”微信公众号。

第七章
人民币的国际化推进

建设人民币国际金融中心，支持“一带一路”倡议㊟

“一带一路”倡议新型全球化发展模式和体系的推进，必然需要与之相适应的新型国际货币与金融体系的配套建设和发展。人民币国际化配套的基础设施是人民币“走出去”的重中之重。同时，通过人民币的全球清算和交易体系支持“一带一路”倡议。

“一带一路”倡议借用古代影响广泛的“丝绸之路”的历史符号与互利共赢的商业本质，高举平等互利、开放包容、互学互鉴、合作共赢的旗帜，坚持共商、共建、共享的原则，推动政策沟通、设施连通、贸易畅通、资金融通、人心相通，吸引相关的国家乃至世界各国共同打造政治互信、经济融合、文化包容的利益共同体、命运共同体和责任共同体，形成全球化发展的新模式、新版本、新路径。在2008年全球金融危机爆发后，一些原来特别倡导贸易自由化、经济全球化的主要经济体国家开始推行贸易保护，国际出现明显的“逆全球化”势头，全球经济合作与投资贸易发展面临巨大挑战，中国作为一个负责任的大国，提出并大力推行的全球化发展新模式、新体系，可谓立意深远、意义重大，表现出世界领导者的胸怀和风范。倡议提出三年多以来，已经得到国际社会广泛的认知和参与，取得了超出预期的进度和成果。

金融是现代经济运行的血脉和资源配置的核心，“一带一路”倡议新型全球化发展模式和体系的推进，必然需要与之相适应的新型国际货币与金融体系的配套建设和发展。金融对“一带一路”倡议的支持，不能仅仅停留在对项目的融资、跨境货币的兑换和流通等基础业

务层面，而必须围绕“一带一路”倡议新型全球化模式和体系建设，切实加快国际货币与金融体系改革。在这方面，中国同样应该发挥主导和引领作用。其中，非常重要的就是要加快人民币国际化进程，特别是加快人民币国际化配套的基础设施建设，通过人民币的全球清算和交易体系支持“一带一路”伟大倡议的实施。

目前，中国已经发起和推动成立了金砖国家开发银行、亚洲基础设施投资银行、丝路基金等相关的新型金融组织和相应的运行规则，取得了可喜的成果。但从建立新型国际货币和金融体系的角度，更重要的是，必须大力推动人民币“走出去”，围绕人民币国际化加快基础设施和配套体系建设，以人民币国际化和国际金融中心的建设，推动国际货币和金融体系的深刻变革。

在人民币“走出去”方面，现在主要还是推动海外建立人民币离岸清算和交易中心建设，需要加大政府援助、海外投资和设备出口等领域人民币的运用，以及在利率、税收、信用保险等方面的扶持力度，扩大人民币的海外运用。

更重要的是，要加快在岸人民币全球清算和交易体系的建设，并依托人民币全球清算和交易体系建设，加快国际金融中心建设。

这里需要特别强调的是，在当今社会国际国内经济往来越来越以记账清算为主，现钞清算日益萎缩的情况下，人民币“走出去”，不应该是“人民币”现钞走出去，而应该是通过银行等清算机构以债权、债务的记账处理方式“走出去”。

货币清算由现钞清算为主转变为以记账清算为主，是货币发展史上非常重要的变化，但却并未引起人们足够的重视，并由此在货币金融领域，特别是在货币跨境流通、外汇储备管理等方面产生了诸多严重的误解和误导。

随着通信技术的发展，货币的清算越来越由现钞清算转化为通过银行等清算机构进行记账清算，并由此推动货币发生一系列深刻的变化。

在记账清算体系下，一个国家的货币国际化时，真正的国际清算和货币交易中心一定应该是在本国，而不会是离岸。一个国家的货币成为国际中心货币，相应建立起国际清算和交易中心，有效支持其货币的全球运用和交易，将是其发展国际金融中心非常关键的重要条件。这些都是在人民币国际化过程中应该准确把握的。

从中国打造国际金融中心的条件看，已经具备难得的机遇：国际金融中心不是仅仅本国的金融存量大就行，它需要参与全球金融资源的整合和配置，具有金融交易定价话语权或影响力。目前，伦敦、纽约已经成为公认的国际金融中心，而在两者之外的亚太地区，非常需要一个国际金融中心，形成每隔8小时一个金融中心相互连接的全球金融交易和清算格局。而在亚太地区，中国凭借不断增强和领先的综合实力与国际影响力，人民币的国际化和国际金融中心的建设相辅相成，形成独特的比较优势，必须抓住机遇，加快（上海）以人民币全球清算和交易中心为核心的国际金融中心建设，配套推动各类金融交易中心建设，努力争取金融交易定价权和影响力，并依托人民币国际化和国际金融中心建设，加快推进国际货币和金融体系的变革。而这将使中国以人民币全球流通为基础，以更大的主动性并在更高的层次上支持“一带一路”倡议新型全球化的发展。

---

1. 2017年5月14日发表于“王永利”微信公众号。

中国的全球清算体系建设亟待推进㊟

> 规划人民币全球清算体系建设时，不应该局限于只用于人民币单一货币的全球清算，而应该尽可能满足多种货币的全球清算，即打造以人民币为主，覆盖多种货币的，功能完善、监管严密的全球清算体系。

因乌克兰问题受到西方制裁后，俄罗斯总统要求建立自己的清算网络，以便避免国际清算严重受阻而影响金融和经济运行。这也再次对中国提出了警示。实际上，目前国际清算货币和清算体系主要掌握在美国等西方集团手中，清算体系成为其实施资金监管、金融制裁、经济封锁等方面的重要渠道和工具，经常会有一些国家和地区受到西方的制裁而使经济金融深受影响。中国作为快速崛起的世界第二大经济体，世界贸易和对外投资越来越大，人民币国际化进程不断加快，保证国际清算的安全、通畅日益重要，但目前国际清算的自主性严重不足，这需要引起高度警惕，要像建设自己的“北斗卫星导航系统”和全球定位系统一样，从国家战略高度，切实重视和加快推进自主的全球清算体系建设，同时为人民币国际化提供重要的基础保障。

以人民币为主，打造覆盖多种货币的全球清算体系

全球金融危机之后，随着中国国际竞争力的增强，中国企业走出去和人民币国际化的步伐也明显加快。有人预计，在未来3 ~ 5年内，人民币将取代日元和英镑，成为世界第三大国际货币。

但由于人民币国际化起步很晚，目前，人民币的全球清算也如同其他国际货币的清算一样，主要依托现有的由美国等西方集团控制的清算体系，而缺乏一套以我国为主的人民币清算体系，拟议中的人民币跨境支付系统（Cross-border Interbank Payment System，CIPS）尚未建成投产，现有的人民币跨境清算体系在效率和信息安全上都存在明显不足，急需加快推动以我国为主的全球人民币清算体系建设。

当然，考虑到即使人民币成为世界第三大国际货币，其份额仍将在相当长时间内与美元、欧元存在很大差距，难以完全替代其他货币的国际清算地位。同时，考虑到建立和维护一套全球清算体系是非常复杂的，对效率、便捷和安全的要求非常高，其建设投入和运行维护的成本也是非常高的，因此，在规划人民币全球清算体系建设时，不应该局限于只用于人民币单一货币的全球清算，而应该尽可能满足多种货币的全球清算，即打造以人民币为主，覆盖多种货币的，功能完善、监管严密的全球清算体系。

以央行为主，充分发挥金融机构海外网络的作用

在我国，资金跨银行之间的清算，最终需要通过央行的清算系统，并受到央行的监控。在这个基础上，全球人民币清算体系的建设，也难免需要以央行为主来推进。但是必须看到，央行能做的，主要是境内系统建设和维护，确定报文格式和规则，接受开户银行的开户和资金清算等。但作为一个国家的央行，它很难走出国境，到其他国家或地区设立机构、办理清算。在境外，则更多地依赖他国主控的清算体系。这就难免影响以我国为主的全球清算体系建设。

相对于央行难以“走出去”的困境，其他各类金融机构，特别是商业银行近年来正在加快“走出去”，其海外机构覆盖的国家和地区快速增多，中国银联也在海外建立了广泛的银行卡清算联盟，这为建设中国全球清算体系提供了重要条件，应该充分发挥其作用。

例如，在2009年中国正式推动人民币跨境结算后，中国银行就敏锐地认识到，这将对人民币全球清算体系建设提出很高的要求，提供巨大的商机，并正式立项研究“中国银行全球统一支付平台”的建设问题。后来，又引进国际合作伙伴共同开发系统。经过长时间努力，已于2013年在亚太地区十多家海外机构投产了该项目，计划2014年在欧非地区扩大投产，力争用三年左右时间，伴随海外信息系统的全面改造整合，在海外机构全面投产并不断完善。此项工程难度大、投资多，但意义重大，可使中国银行全球机构网络内部实现资金的实时划拨与清算，大大提高其全球清算的能力，并且通过其海外机构吸收其他银行开户以及与当地清算体系对接，进一步扩大其清算覆盖面。这不仅可以增强中国银行多币种的国际清算能力，而且可以支持人民币国际化发展，还可以承接和支持中国其他机构的国际清算，并可以在必要时支持其他国家的国际清算。“中国银行全球统一支付平台”与央行跨境清算系统对接，将大大增强中国主导的全球清算体系建设。

总之，建设以我国为主的全球清算体系，具有重大的战略和经济意义，应该得到国家的高度重视和大力支持，整合央行和其他金融机构的力量，加快推进。

---

1. 2015年2月11日发表于“王永利”微信公众号。

人民币国际化对境内货币金融的影响与应对㊟

人民币“流出”和“流入”是指人民币所有权的流出、流入。在记账清算模式下，人民币（头寸）并不会真正流出或流入，但其大规模流动将会影响外汇储备、外债和汇率管理等。而人民币国际化也会使货币政策和金融发展面临更加复杂的挑战。

随着人民币国际化进程的加快，人民币流出（走出去）、流入（回流）和海外拥有的规模不断扩大，其对境内人民币的规模以及货币金融将会产生什么样的影响、应该如何加以应对等，也越来越引起人们的关注。而这的确是在推进人民币国际化进程中需要抓紧研究和准确把握的重大问题。

人民币流出和流入的途径

人民币流出、流入，可以有多种途径，主要包括以人民币进行的企业进口支付/企业出口收款、企业对外投资/企业收回投资或收益、中央银行货币互换中的换出/换回、政府对外援助、投资或优惠贷款/政府收回投资或贷款、银行提供商业贷款/银行收回商业贷款本息、个人汇出或带出现钞/境外汇入或带回现钞、境外机构（政府、银行、企业等）在我国筹集人民币资金/偿还人民币本息等。

这里需要强调的是，鼓励人民币“走出去”，加快人民币的国际化进程，不能只停留在企业贸易和投资方面，个人的汇款和投资等也应该鼓励其使用人民币，政府部门的对外援助等更应该积极推动人民

币的应用。同时，人民币“走出去”，应该鼓励的是通过银行记账清算（转账清算）渠道走出去，而不能鼓励人民币现钞“走出去”。

人民币流出和流入可能产生的影响与应对

1．人民币流出和流入会对国内人民币的货币总量产生影响

在记账清算体系下，人民币流出、流入，尽管不会对我国整个银行系统的流动性以及现钞的数量产生多少影响，但是，却会实实在在地影响到银行资金来源的结构和境内人民币的M2。这是因为，人民币流出，对境内办理清算的银行而言，其吸收的境内企业存款就会转变成境外银行的同业存款（由内债变成外债），由于企业和个人的存款记入M2，而银行同业存款不记入M2，因此，会使境内货币总量随之减少。人民币流入则会造成相反的影响。

在这种情况下，央行货币政策的实施，需要对未来一段时间内人民币净流出或净流入的规模进行预测和监控，并提前运用适当的货币政策工具加以调节，将境内人民币货币总量的变化控制在预期的目标之内。

其中，尽管人民币的流出不会影响整个银行体系的流动性，但由于其纳入存贷比的一般性存款减少，就会抬高其存贷比。因此，在人民币流出的规模达到一定的程度后，应该及时调整或取消目前实施的商业银行存贷比不得超过75%的规定，转而更加注重商业银行流动性的监管。在满足流动性监管要求的前提下，商业银行可以超出一般性存款规模发放贷款。

2．人民币大规模地流出、流入还将对外汇储备、外债和汇率管理等产生深刻影响

在境外人民币的需求非常旺盛的情况下，如果中国进口大量支付人民币，而出口大量收取外汇，在进出口规模和贸易顺差保持稳定的情况下，就会使人民币升值的压力进一步加大，央行外汇储备也会随之增加，并相应扩大人民币基础货币投放，扩大中国央行的资产负债规模，扩大我国的人民币外债规模。相反，如果由于中国经济出现大的波动等原因，造成境外对人民币的热情急剧消退，中国进口需要大量支付外汇，而出口又大量收取人民币，则人民币贬值压力就会加大，央行外汇储备和人民币外债规模就可能快速收缩，进而使基础货币投放和货币总量增长受到严重冲击，应对不好，就可能造成严重的金融危机和经济衰退。

在人民币大量用于国际贸易、投资领域的情况下，我国的外汇储备、外汇占款等主要涉及外汇的指标，与包括本外币在内的贸易顺/逆差、资本项下顺/逆差、国家外债等指标的变化就可能发生偏离，相互关系就会变得更加复杂。

因此，为了更加准确清晰地反映人民币跨境流动和境外拥有的情况，有必要对流出去的人民币实施专门标识，银行在记账时，使用不同于国内一般人民币的专用名称（例如“外汇人民币”或“离岸人民币”）及货币符号，从而方便对境外人民币的统计和反映。

3．深化金融改革发展，加快人民币国际化进程

要推动人民币国际化程度不断提高，意味着人民币总体上要不断扩大净流出，使越来越多的人民币被境外所拥有。

但如何使境外愿意拥有更多的人民币，却不是中国单方面可以决定的，而是在很大程度上由境外交易对手所决定的。境外愿意获得和拥有人民币，主要是取决于潜在的所有者对人民币的流动性、安全性和营利性与其他可替代货币进行比较后的偏好。因此，要加快人民币国际化的步伐，中国需要保持较高的经济增长速度，保持人民币汇率

的相对稳定；不断深化改革开放，增强国际影响力；健全法律法规，加强对合法财产或权益的保护；加快发展多层次开放化功能完善的金融市场体系，提高人民币支付结算和交易兑换的便捷性；等等。

其中，考虑到在记账清算体系下，全球人民币真正的头寸基本上都集中在中国，最具备建立全球人民币交易和清算中心条件的就是中国。因此，中国除了积极促进和扶持境外离岸人民币交易中心以外，更应该下力气加快中国境内人民币全球交易中心的建立。考虑到目前我国人民币尚未实现完全的可兑换，可以先在上海自由贸易区建立境内的人民币离岸交易中心，为全球的人民币提供存款、交易、投资和清算等方面的支持，并通过分设账户的方式建立与国内金融市场的隔离墙，然后逐步扩大与国内金融市场的连接和资金流通，最后实现完全融合。这也是将上海建设成为国际金融中心非常难得的重大机遇。

可见，人民币国际化的发展，不仅可能给中国经济金融的发展带来好处，并且有利于促进国际货币和金融体系的改革与发展，但也会使中国货币政策和金融发展面临的问题与挑战更加复杂，货币政策当局需要认真研究和积极应对。

---

1. 2015年4月14日发表于“王永利”微信公众号。

关于国际货币与外汇储备㊟

一个国家的货币能否成为国际中心货币取决于该国的综合国力和国际影响力。在中国，“国家外汇储备”实际上是“央行外汇储备”，其是央行用人民币购买外汇形成的，主要用于平抑货币币值，避免波动。“央行外汇储备”应用主要强调流动性而非营利性。

关于以美元为核心的国际货币体系，国人存在着太多的阴谋论、货币战的说法，有的还非常有震撼力。但实际上很多说法似是而非，甚至存在严重错误和误导，以偏概全、以点带面、本末倒置的比比皆是，非常有必要加以澄清、去伪存真。

关于国际货币体系

第一，有不少人认为，1944年布雷顿森林体系建立，确立了以美元作为国际中心货币的体系，完全是美国人操纵和强压的结果，美元成为国际中心货币，特别是美元放弃跟黄金挂钩后，给美国带来了太多的好处，让美国成为金融帝国，是美国阴谋和货币战争的成果。这其实是不尊重历史。

实际上，第一次世界大战之后，特别是在第二次世界大战期间，世界主要国家纷纷放弃了金（银）本位制，货币体系陷于混乱，严重影响了国际投资和贸易的发展，世界急需确立新的国际货币体系。正是在这种情况下，1944年国际社会在美国的布雷顿森林召开会议，专门研究如何建立新的国际货币体系。此时，英国的综合国力及国际影

响力早已被美国超过，美元也是当时主要国家货币中唯一与黄金挂钩的货币，是最有国际影响力的货币，自然会成为国际中心货币的不二选择。

可见，布雷顿森林体系的建立（包括国际货币基金组织和世界银行的成立），美元成为国际中心货币，是世界经济贸易发展的需要，是历史的必然选择，而且也对战后世界投资贸易的发展产生了重要的积极作用。

第二，美元与黄金脱钩却仍能保持国际中心货币的地位，这也同样是有原因的。

1971年8月15日，美国单方面宣布美元与黄金脱钩，布雷顿森林体系遭受重创，使金本位制彻底退出历史舞台，这其实正是货币发展的必然规律。因为黄金作为自然物质，其储量和加工的限制，使其很难满足快速发展的世界经济和贸易的需要。

但即使美元与黄金脱钩，美元也仍然是当时全世界无可替代的最强货币。

后来，随着工业化的发展，石油成为国际上最重要的大宗商品，而美国不仅是全世界最大的石油消费国，同时也是最大的石油投资国，其对石油交易的计价和结算货币的选择就拥有很大的话语权。而且在石油成为最重要的大宗商品，存在巨额交易的情况下，如果存在多种结算货币，其交易成本和套利风险都是非常大的，统一货币是最佳选择，这又自然会落在美元身上，这也对美国最有利。

可见，一个国家的货币能否成为国际中心货币，不是完全以人的意志为转移的，根本上取决于该国的综合国力和国际影响力。

第三，美元与黄金脱钩不是美国金融霸权的根源。

有人说，20世纪最重要的事，不是第一次世界大战、第二次世界大战，也不是苏联解体、东欧剧变，而是美元与黄金脱钩。“从此以后，人类真正看到了一个金融帝国的出现，这个金融帝国把整个人类纳入它的金融体系并从全世界获利。简单地说，美国人可以用印刷一张绿纸的成本从全世界获得实物财富，人类历史上从来没有这样的事情。”

这种说法特别令人震撼，但其实是不成立的。

废弃金本位制之后，纸币实际上是发行人对持币人的债务证明或承诺凭证。不仅美元如此，世界各国的货币都是如此。问题是，人们为什么要选择拥有这样的纸币。如果说每个国家的货币是由该国法律确定和保护的，属于该国法定货币，国人无法选择的话，国际货币却没有那么强制的法律规定和保护，各国拥有很大的选择权。但是，选择不当，可能会产生很大的流动性风险、利率和汇率风险等。因此，要不要跟美国人做交易，要不要用美元计价结算，要不要收取美元作为储备等，并不是美国人可以无条件强制的，而是综合影响力决定的。

第四，美国人为操控美元的投放和流出、流入，成为金融帝国，并干预世界经济，这也值得探讨。

有人指出，美国人通过印钞并流向海外，换取实物，再通过压低利率发债回笼美元，循环往复地以钱生钱，美国由此变成一个金融帝国，并用美元进行隐性的殖民扩张，通过美元流动隐蔽地控制国际经济，通过美元大量进入，抬高资产价格获取暴利，催生泡沫，然后再快速撤离，不断造成拉美、东南亚等地区金融和经济危机，之后再进入，以极低的价格再次抢夺资源。中国对外开放，特别是加入世界贸易组织之后，同样面临这样的威胁。

这实际上反映了资本趋利的特性，不能寄希望让资本可以大发善心，见利而不往，或者遇险而不退。

至于对外开放、招商引资，实践证明，是一个国家融入世界，共享人类文明成果，加快发展的必由之路。在对外开放过程中，必须选择好自己的可持续发展模式，而不能过度依赖外资和资源消耗，否则，必然会遭遇危机（中等收入陷阱）。不要过多地指责别人，而要更好地做好自己。

另外，在当今社会货币清算已不再是现钞清算，而是记账清算的情况下，美元所谓的流出，仅仅是指美元所有权的流出，而不是美元的真正流出，外国获得的美元实际上一开始就只能存放在美国，外国持有的美元储备越多，美国的外债就会越大，同样不是可以选择的。

当然，以上并不是说当前的国际货币体系没有问题，其实问题已经非常严重，全世界整个货币体系和货币理论都已经出现严重问题，必须认真反思和切实解决，但这需要科学的态度和客观的分析。

对于“国家外汇储备”似乎太多的人弄不明白，错误的说法也很多，有必要说明一下

在中国，“国家外汇储备”实际上是“央行外汇储备”，而不是“财政外汇储备”。央行外汇储备是央行用人民币购买外汇形成的，就如同在国内买黄金等储备物资形成货币储备物一样，是流通中货币的备抵物，主要用于平抑货币币值，避免大的波动。因此，央行外汇储备应用主要强调流动性而非营利性。

央行外汇储备是央行投放货币的重要渠道，其外汇储备越多，基础货币投放越大，货币总量就会更大。如果央行在购买外汇上没有自主性，或者为了抑制人民币升值而被迫购汇，货币政策就会陷于被动。央行为了控制货币过度扩张，就不得不反向对冲，例如发行央行

票据，或者提高法定存款准备金率。这又会增加对冲成本，央行如果向商业银行转嫁，银行又会进一步向借款人转嫁，从而提高社会的融资成本。

需要特别注意的是，当外汇流入，央行外汇占款增加时，会扩大货币投放。同样，当外汇流出或社会上购买的外汇增多时，会造成基础货币收缩。如果说应对外汇占款扩张央行已经积累了丰富经验的话，应对外汇占款收缩，其难度和挑战性将大得多，必须做好充分准备。

---

1. 2015年10月5日发表于“王永利”微信公众号。

人民币加入SDR的责任与义务(注)

人民币加入SDR，也意味着中国需要更多地遵守国际规则，但也不能完全受制于既有的体制机制，而要积极参与和推动IMF及国际货币体系深化改革，要更加注重推进“一带一路”倡议的实施。

2015年11月30日，经国际货币基金组织执行董事会讨论全票通过（连美国、日本都投了赞成票），人民币正式加入“特别提款权”。这是继美元、欧元、英镑和日元之后，近30年来最新加入的成员货币。调整之后，各国货币占比分别由之前的美、欧、英、日的48.2%、32.7%、11.8%和7.3%，转变为美、欧、中、英、日的41.73%、30.93%、10.92%、8.33%、8.09%。新的SDR篮子将在一年后（2016年10月1日开始）生效。

人民币加入SDR，成为举世瞩目的一件大事。当然，加入SDR是有条件的，主要包括以下几方面。

第一，出口规模足够大。前五年是全球四个最大的商品和贸易出口地之一。

第二，货币能自由使用。货币能满足《基金组织协定》关于“自由使用货币”的要求，在国际交易中广泛使用和交易等（需要注意的是，“自由使用货币”与“可自由兑换货币”并不是完全等同的概念）。

毫无疑问，中国作为世界第二大经济体，最大的出口贸易国，满足出口规模的要求完全不成问题。但之前人们普遍关心的是，人民币能否满足“自由使用货币”的要求。中国也为此加大了改革力度，推出了一系列政策举措，包括改革人民币汇率中间价形成机制，进一步扩大与香港等境外资本市场的联通，扩大QDII和QFII的范围与额度，允许境外央行直接进入中国银行间货币市场等。但人民币毕竟不是自由兑换货币，央行对人民币的汇率仍实施“有管理的自由浮动”。在这种情况下，IMF仍能将人民币纳入SDR货币篮子，并且赋予的份额超过英日，也并不是很容易的。

实际上，人民币能够加入SDR，存在两方面的重要原因。

首先，这是中国综合实力和国际影响力的作用。中国持续推进改革开放，推动国家经济发展，成为世界第二大经济体，特别是对外贸易和投资的国际影响力不断增强，具备了足够强的综合实力。

其次，中国提出和推动的“一带一路”倡议，作为新型的平等互利、开放共享的区域和全球化发展模式，正在得到国际社会越来越广泛的理解、支持和参与。围绕“一带一路”倡议配套发展的亚洲基础设施投资银行、丝路基金、金砖国家开发银行等区域性金融组织正在发挥作用，形成了不同于以往由美欧主导的世界银行、国际货币基金组织的新模式，吸引了国际社会越来越多的关注。

与此同时，全球金融危机爆发以来，IMF以及SDR的作用受到普遍质疑，甚至美欧等主要国家都绕开IMF，直接签订双边或多边货币互换协议，SDR根本没有在救市过程中发挥作用，推动IMF和SDR改革的呼声随之高涨。中国作为世界第二大经济体，世界最大的出口国，如果其货币不能纳入SDR，势必使SDR的代表性、权威性和活力受到更大的影响。因此，IMF和SDR需要人民币的加入。原有的货币篮子成员国能够接受中国加入，并让出一定的份额，也是希望中国的加入能够更多地遵守由它们主导的体系和规则，并承担更大的责任。

人民币加入SDR，将使人民币可以名正言顺地成为IMF共180多个成员国的官方储备货币，是人民币国际化具有重要意义的一件大事，值得庆贺。但对人民币加入SDR的重要性和影响力不必估计过高、看得太重、兴奋过头。

首先，SDR的规模有限，此前仅为2040个SDR单位，在国际储备货币规模中占比很低（不足2.5%）。人民币加入后，是否扩大规模，扩大到多大的规模等尚不清楚。人民币加入SDR后，可能对其作为国际储备货币的名声和功能有所提升，但空间不会很大。而且以中国目前在IMF和SDR中的份额，还与美国相去甚远，新的SDR货币篮子还要在一年后才能生效，要想在IMF和SDR中发挥更大的作用，推动IMF以及国际货币体系改革，恐怕并不容易。

更重要的是，SDR目前仅仅只是一种IMF成员国备用的储备资产，其本身并不是国际支付和清算可以自由使用的货币，除了用于与IMF相关机构的支付外，只能用于兑换篮子成分货币后再用于国际支付，因此，其实际作用和需要量并不大。金融危机爆发后，很多国家纷纷实施量化宽松的货币政策，并撇开IMF，直接签订双边或多边货币互换协议，而没有动用SDR，也充分证明了这一点。而没有美国的认可和支持，要推动SDR发展成为超主权的世界货币，也几乎没有可能。

必须看到，人民币加入SDR，是国际社会对中国改革开放成果的认可，对人民币国际化具有重要的促进作用，但不代表加入SDR，人民币就自然成为国际货币了，在SDR中的份额，并不代表人民币在国际储备中的份额。能不能成为重要的国际货币，最根本的仍是中国的综合实力和国际影响力。如果不能切实增强中国的综合实力与国际影响力，人民币即使加入SDR，其在国际贸易和投资中的运用也不一定会大幅度扩张，在世界各国官方储备货币中的份额也不一定就会有很大的提高（日元加入SDR已经有30多年的历史，目前在国际储备货币中的份额仍维持在3%左右，并没有多大的影响力。而瑞士法郎、澳元、加元等尽

管不是SDR的篮子货币，其在国际储备货币中仍占有重要地位），人民币的汇率也不一定就会大幅攀升并稳定在新的高度，保持强势货币地位。人民币国际化和汇率水平最终取决于中国的综合实力和国际影响力。因此，人民币加入SDR，只能作为人民币国际化新的起点，而不是人民币国际化的终点。

人民币加入SDR，也意味着中国需要更多地遵守国际规则，货币和金融市场将更加开放并市场化，也会对维持人民币汇率和金融市场的稳定提出更大的挑战。因此，既要进一步深化改革，扩大双向开放，改进汇率形成机制和外汇管理办法，又要坚持以我为主，把握好改革开放与控风险、保稳定的关系，努力增强宏观调控能力，促进经济金融健康稳定发展，不断增强综合实力和国际影响力。

同时，加入SDR，不能完全受制于既有的体制机制，而是要积极参与和推动IMF及国际货币体系深化改革，要更加注重推进“一带一路”倡议的实施，通过“一带一路”倡议以及亚洲基础设施投资银行、丝路基金、金砖国家开发银行等积极探索和完善新型的区域及国际合作模式与规则，发挥负责任的大国的作用，增强在国际贸易和金融规则方面的话语权、影响力，开辟世界经济金融的新型发展之路。

---

1. 2015年12月5日发表于“王永利”微信公众号。

第四部分
金融发展的取向

“金融市场不健全、结构扭曲、货币总量和社会负债快速膨胀……”如此的金融体系现状令人担忧，金融改革该如何发力？应该怎样推动、促进金融体系根本性变革？

在移动互联网时代，过去以所有权为核心，拥有所有权才能行使使用权的模式可能加快向以使用权为核心转化，更多地通过分时租赁实现资源共享，催生共享经济。其也会对金融产生巨大冲击，助推、促进金融发展轨迹发生改变。相信未来互联网金融的发展，必将产生新的互联网清算体系，甚至互联网货币体系。由此，相应的金融法规和金融监管必须跟上。

第八章
金融新方位

金融改革发展需要大思维、大举措、大突破[注]

大思维、大举措、大突破包括发行专项国债、分流外汇储备、深化结构调整；从国家战略高度推进人民币国际化；对“走出去”的人民币分账核算，建立以我国为主的全球清算体系等；发展互联网金融，推动金融体系根本性变革。

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》强调，要“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革”，“建立统一开放、竞争有序的市场体系，是使市场在资源配置中起决定性作用的基础”，并专门就“完善金融市场体系”进行了论述。这都为推进金融改革和发展指明了方向，明确了重点。

目前我国金融体系的突出特点如下。

1．央行资产负债规模全球最大

央行资产负债规模到2015年底可能突破34万亿元，而1999年底仅为3.53万亿元，2007年底为16.91万亿元（2008年以来增长了一倍）。按照6.15 ~ 6.3的比率，合5.5万亿~ 5.4万亿美元，而美联储的资产负债规模也就在4万亿美元左右。其中“外币占款”（对应“国家外汇储备”）占资产总额的80%以上，银行缴存的“存款准备金”占负债总额的56%左右，成为全世界绝无仅有的特色。

2．金融市场不健全、结构扭曲

在社会融资结构中，银行贷款等间接融资比重非常高，银行业在整个金融领域具有强大的影响力，能够在实体经济利润率很低的情况下依然保持较高的利差水平和资本回报率，但也使社会金融风险更多地聚集到银行身上。不仅一级金融市场不健全，金融产品的二级市场更是严重匮乏，社会直接融资难以有效发展，资金利用效率低下。这种格局不改变，利率市场化将受到极大的阻力，甚至可能产生扭曲的结果。

3．货币总量和社会负债快速膨胀

M2在2014年6月末已经突破120万亿元，成为世界最大（约合35万亿美元，美国M2仅为11万多亿美元），而1999年底仅为11.99万亿元（不到15年时间扩张了10倍），2007年末为40.34万亿元（2008年以来增长了2倍）。M2与GDP之比快速上升（已从2007年的152%上升到目前的200%左右，数倍于美国的水平），货币效率明显下降。同时，实体经济还强烈反映出融资难、融资贵，出现“货币多，资金贵”的奇怪现象。

4．中央财政负债率（约为41%）在世界主要经济体中相当低

特别是国债规模不大（按照预算，2014年底国债余额达到10万亿元），导致整个债务市场规模小，影响力偏弱，而且主要参与者还是银行。但与此同时，近年来央行负债规模、地方政府以及国有企业的负债率却在快速提升，存在“中央财政货币化、地方化、国企化”的嫌疑。

上述状况仅靠增加一些民营金融机构、不对称调整存贷款基准利率、推动资产证券化等一般性举措，难以有根本性改观，进而会使金融改革与发展的各种举措很难达到预期的效果，并容易使宏观政策传导机制不畅，甚至产生混乱的信号。因此，金融改革发展必须有大思维、大举措才能尽快实现大突破。

为了更好地落实中央关于全面深化改革的决定，结合中国金融当前的实际情况，金融改革应该着力抓好以下三方面的重点工作。

发行专项国债，分流外汇储备，深化结构调整

金融改革一个比较现实而重要的切入口是发行专项国债，分流央行外汇，以国债市场的大发展带动资本市场的发展，深刻调整社会融资结构和金融市场结构，推动整个金融体系全面深化改革。基本设想是财政部面向银行发行13万亿元专项国债，用于购买央行外汇储备2万亿美元，相应降低央行的“外币占款”和“银行存款准备金”，压缩央行外汇储备和资产负债规模，大幅度降低银行人民币存款准备金率（大型银行从目前的20%降到5% ~ 6%），增强银行的流动性和收益率（此部分专项国债允许上市流通或做抵押，流动性远高于被央行冻结的存款准备金；国债利率会明显高于存款准备金1.62%的年利率），推动社会融资成本降低。

应该鼓励此部分专项国债入市流通或用于抵押。这将大大扩展我国债券市场的容量，极大地促进直接融资的发展，深刻调整社会融资结构，并有利于人民币基准利率的发现和培育，加快利率市场化进程。同时，债券市场的发展也将为人民币国际化提供强力支持，推动国债市场成为人民币全球投融资和流动性调节中心，有利于促进中国国际金融中心建设，增强中国金融的国际影响力。

当然，这会明显提高中央财政的负债率，并对“财政外汇储备”的管理及其与“央行外汇储备”的关系提出了新的要求。但这有利于客观反映中央财政债务负担（避免财政货币化），明确财政与央行的职责分工，加强财政与央行的配合。而且即使增加20亿元国债，我国中央财政债务负担在主要经济体中也不是很高的。

从国家战略高度大力推进人民币国际化

中国改革开放30多年稳定高速发展，特别是2008年底全球金融危机爆发对全球经济金融格局产生重大冲击，使中国的国际影响力显著增强。相应地，人民币国际化迎来了极其难得的历史机遇，迈出了实际性步伐。

人民币国际化对中国具有非常重要的战略意义，但也将对我国货币金融体系以及相关的管理体制产生深刻影响，需要形成国家战略，积极而稳妥地加以推进。

目前，人民币国际化至少有以下问题值得高度关注。

1．要积极培育人民币“走出去”的渠道

一个国家的货币“走出去”的途径主要包括进口支付、对外投资、对外援助（包括政府优惠贷款）、对外借出、（包括中央银行对外的货币互换）、个人汇出或带出现钞、境外机构在我国发行债券筹集人民币资金等。

这里需要相应强调的是，鼓励“人民币”走出去，并不能只停留在企业贸易和投资方面，也应该鼓励个人的汇款和投资等使用人民币，政府部门的对外援助等，更应该积极推动人民币的应用。其中，人民币国际化应该纳入“一带一路”倡议一并实施，要在金砖国家开发银行、亚洲基础设施投资银行、丝路基金的运作中积极配合推动人民币国际化。

2．要坚持“代理行模式”而非“清算行模式”

在“代理行”模式下，所谓一个国家的货币“走出去”或者“流出”境外，实际上仅仅指的是这种货币的所有权转移到境外，除了极少数现钞外，货币（即资金清算中所谓的“头寸”）并没有真正流出国境，并不会影响银行的流动性，而仅是由银行对境内的负债转变成

为对境外金融机构的债务而已。如果境外货币所有者通过贸易或投资等渠道又将货币所有权转回境内（货币流入），同样不会影响银行的流动性，而只是由银行对境外机构的负债转变为对境内收款人的负债。如果境外所有者将货币从银行存款转变为境内股票、债券等方面的投资，则所有权并没有转让，仅仅是转变了货币的运用（即资产）形式而已，同样不会影响整个银行的流动性。如果货币境外所有者在境外进行转让交易或投资，则更不会影响境内银行的流动性。这样，一个国家的货币的“流出”和“流入”，尽管可能对企业或个人的存款产生影响，进而对货币总量产生影响，但并不会对银行体系整体的流动性产生明显影响。相反，境外拥有的本国货币越多，本国金融机构的资金实力就会越强，其国际影响力就会越大（这在美元作为全球最主要的国际货币身上表现得最为明显。在世界上将近12万亿美元的外汇储备中，60%以上是美元储备，其中绝大部分的头寸集中在美国，这就大大增强了美国境内金融机构的资金实力，使世界上其他国家很难与美国的资金实力相抗衡）。

准确理解在“代理行”记账清算模式下，货币所有权与货币头寸分离的原理及其影响，对准确把握与人民币国际化相关的问题，推动人民币国际化健康发展至关重要。

3．有必要对“走出去”的人民币进行分账核算

目前我国人民币尚未实现自由兑换，对人民币进出国境仍需实行必要控制。为此，有必要对“走出去”的人民币与境内一般的人民币进行分账核算，将“走出去”的人民币，视为“外汇人民币”，赋予单独的货币编号和代码。境内企业或金融机构到境外发行人民币债券或以其他方式筹集的境外人民币资金，也应该作为外汇人民币，纳入外债管理体系。“走出去”的人民币，通过贸易或投资等方式将所有权转回中国的，银行将相应地将其从“外汇人民币”转回到一般人民币。这样，境外所拥有的人民币规模将很容易统计和把控。中央银行

以及外汇管理部门也需要对“外汇人民币”进行必要的统计和分析，进行有效的监管和控制。当然，对“走出去”的人民币进行分账核算的具体办法还需要细化和完善。

随着人民币“走出去”的规模不断地扩大，其对国家的外债和外汇储备的影响也相应加大，相关方面的管理也需要考虑相应调整。要围绕人民币国际化推动金融体制，以及外汇、外债管理体制等方面的配套改革，加快境内与境外金融市场的融合发展。

需要明确的是，人民币国际化需要加快人民币资本账户的开放，但这不等于要加快放开人民币与其他货币的自由兑换。

4．要加快打造境内外汇人民币交易中心

在人民币国际化尚处于起步阶段时，境外对人民币的认知和接受程度不高，所以，非常需要有流入中国的通道。但如果境外所拥有的人民币只能单向用于对中国的进口支付或投资，则会大大约束其流动性，进而影响境外拥有人民币的积极性。因此，建立和完善外汇人民币的交易中心就成为人民币国际化的重要基础。人民币离岸中心的建设也得到了越来越多的国家和地区的重视与推动。

但是，考虑到在“代理行”模式下人民币“走出去”，其头寸主要集中在中国大陆，最具备条件进行人民币全球交易及其清算的，实际上就是人民币的发行国——中国。因此，为了有效支持人民币国际化发展，中国应该尽快打造境内（上海）的外汇人民币交易中心，面向境外所有的人民币提供交易服务，使中国成为人民币全球最集中、最有活力的交易中心、流动性调剂中心，增强中国在全球人民币定价上的影响力和话语权。这个中心的建立和壮大，必将对增强中国金融的国际地位与影响力发挥极其重要的作用。

为了促进人民币“走出去”，我国还需要逐步向外汇人民币开放境内金融市场，特别是壮大和逐步开放国债、金融机构债、企业债等债券市场，优先推进外汇人民币资本项目可兑换工作。

5．要明确人民币国际化的阶段性目标

目前，人民币国际化缺乏统一的标准和明确的阶段性目标，而标准不统一，就会使人民币国际化的研究和讨论失去共同的基础，就会产生诸多似是而非或混乱的看法或意见。没有明确的目标，就难以形成最大的合力。没有合力，就容易贻误难得的良机。因此，这个问题需要尽快明确。

首先，应该建立国家标准的“货币国际化指数”。应该综合考虑国际化货币各项主要功能，例如作为国际贸易计价和结算货币，作为国际投资和交易货币，作为国际储备货币等的全球份额，分别乘以赋予的分值，然后得出综合分值，进行主要货币国际化的世界排名。

其次，要明确人民币国际化的阶段性目标。一个国家的货币的国际化程度，最根本的是受其国际影响力的约束。从2010年开始，中国已经成为世界第二大经济体，但这仅仅是指当年GDP的世界排名，只是一个年度经济体量进行比较的概念，而不是一个历史积累财富总量比较的概念，不能因此就认为人民币也应该成为第二大国际货币。同理，即使中国成为第一大经济体，人民币也不可能同时成为第一大国际货币。例如，美国GDP在1872年即赶上英国的规模，但直到第一次世界大战之后，美国的综合国力才真正赶上或超过了英国，美元也才取代英镑成为第一大国际货币。

目前，美元在国际储备货币中的份额约为60%，欧元约为25%，英镑、日元等其他货币都在4%以下。考虑到中国从2009年正式启动人民币国际化进程，如果用十年时间（到2020年）能够使人民币的“货币

国际化指数”达到或超过10%，稳居世界第三大国际货币，将是了不起的成果。因此，可以把10%作为人民币国际化到2020年的阶段性目标。

6．要加快推动人民币全球清算体系建设

货币与清算是密不可分的，人民币国际化必须有以我国为主的人民币全球清算体系作为支持。其中不仅包括要建立高效严密、安全稳定的清算系统和网络，配备相应的备付金和授信支持体系以便确保资金的及时清算，还需要切实加强资金清算过程中反洗钱、反偷税漏税、反商业贿赂以及控制资金流向恐怖集团等方面的监控措施，要很好地防范敌对势力的攻击和破坏，要很好地处理人民币全球清算体系与境内清算体系的衔接及防火墙建设等。

建立以我国为主的全球清算体系，并保证其安全便捷，也是国家安全战略的重要组成部分。

大力发展互联网金融，推动金融体系根本性变革

随着宽带传输和移动互联，特别是分布式互联互通技术的突破和不断成熟，以及由此产生的云计算、大数据的广泛应用，互联网已经进入一个全新时代，正在深刻改变着人类社会的组织形式、思维方式和运行模式，形成以“去中心化”的互联互通为主要特征，以互联网规则和系统自控为治理模式的网上社会新生态，推动人类社会从工业社会迈向信息社会。互联网的发展也必将给金融领域带来深刻冲击和影响。中国对此必须积极应对，决不能在互联网金融新时代的发展大潮中输在起跑线上。

互联网最大的优势就是互联互通，就是会打破原有的行业边界和壁垒，形成围绕客户需求不断扩展服务的大平台，极大地方便客户，降低金融交易和服务成本。这将对目前我国非常严格的金融准入限

制，严格的分业经营、分业监管以及金融市场严重割裂的体制与格局产生深刻冲击，并推动传统金融业加快互联网化和转型升级。

互联网金融发展的最大潜力在于互联互通，有可能打破现有行业和机构的分隔壁垒，建立一个跨机构和领域的金融综合平台，客户在大平台上开户后，即可选择使用各个金融机构的产品和服务，而不必再像现在这样必须到各个金融机构开户后，才能使用其产品或服务。这就将建立起包含各种金融产品和服务的金融大超市、大市场，大大方便用户，有利于信息的交流和推动金融创新，推动直接融资的发展和金融市场化发展。特别重要的是，当各种金融产品都在同一个平台交易，并交由专门的托管或登记机构监管，就使金融产品的二级市场具备了大发展的重要条件，各种具有一定的存续期的金融产品，都可以在到期前进行交易或用于抵押。这将大大提高金融资源的利用效率，有效改进金融格局，推动利率市场化进程。

互联网金融的发展，必将产生新的互联网清算体系，甚至相应的互联网货币体系，其影响将是非常深刻的，并将成为国际竞争非常激烈的新领域。目前美国在互联网清算（例如PayPal、Ripple、Apple Pay等）以及互联网货币（例如比特币、莱特币、瑞波币等）方面已经形成竞争优势，中国必须积极应对，有效保护和运用好中国作为互联网大市场的潜力，鼓励探索与创新，实现弯道超车，在新兴的网络世界抢占制高点，增强国际影响力。当然，这需要金融法规和金融监管必须跟上。

---

1. 2015年2月13日发表于“王永利”微信公众号。

大力发展债券市场意义重大㊟

> 大规模扩张国债规模，推动我国债券市场的跨越式发展可能使中央政府负债率快速上升，但其只是让政府负债日趋规范化，并不会增加政府的总体债务。此举有利于加强政府债务的监督与管理。当然，债券市场发展的配套改革也要加快。

改革开放以来，特别是进入21世纪以来，我国证券市场取得了巨大发展，发行主体不断增加，市场规模不断扩张，债券种类不断丰富，成为我国金融市场体系的重要组成部分，在推动整个金融市场和金融体系发展，提高直接融资比例，服务实体经济发展中发挥了重要作用。但不可否认，目前我国债券市场的发展与经济金融发展的需要相比仍存在很大差距，还有不少问题需要研究解决，债券市场仍需要大力发展。

我国债券市场存在的主要问题

目前我国债券市场的发行主体和种类主要包括中央财政发行的国债、省级政府发行的地方政府债券、地方政府支持的融资平台发行的债券、政策性金融机构发行的债券、商业性金融机构发行的债券、企业或公司发行的债券、企业或公司发行的中短期融资票据、境外机构或企业在中国发行的“熊猫债”等。

与发达国家债券市场相比，我国债券市场存在的主要问题是：对债券融资重视不够、控制过严、管理不当、发展不力。

长期以来，我国社会融资高度依赖民间借贷和银行贷款，特别是在计划经济体制下，股票和债券被彻底淘汰，这使我国证券、债券市场发展的基础十分薄弱。在改革开放之后，我国开始推动多层次资本市场的发展，但银行资金对债券融资有很大的替代性，因此难以替代股权融资，国家对股票市场的发展反而比债券市场的发展更加重视，投入也更多。现在股票市场从基础设施、交易管理、对外开放（例如沪港通）、人才培养等方面已经比较完善，而债券市场的发展却相去甚远，债券的发行更多地集中到银行间市场进行或者由银行承购包销，不仅大大削弱了债券作为直接融资工具应有的功能，而且使债券市场在很大程度上受制于银行市场，难以形成可以与银行市场相抗衡的债券市场，并促进整个金融市场的均衡和优化，为利率市场化创造良好的市场环境（在整个金融格局中，如果银行业一家独大，并能够左右市场的资金价格，保持比较高的利差水平，就会抬高社会基本利率水平，造成资金价格的偏离或扭曲，就会影响利率市场化的推进）。

目前，除了政策性金融机构需要随业务发展不断扩大债券发行，其审批相对容易之外，其他主体发行债券的审批控制都很严格。到2014年底，我国的国债余额不足10万亿元，在世界主要经济体中，中国国债的水平非常低。过去很长时间不允许地方政府发行债券，中央政府又严格控制代理地方政府发行债券，结果使地方政府大量债务以融资平台等渠道，通过银行贷款或社会融资方式募集。这种封前门、开后门的做法，不仅没有控制住地方政府债务的扩张，反而使地方政府债务更加复杂，成本额外提高，而且地方政府债务并没有纳入中央政府预算和呈报全国人民代表大会审批，使中央政府（财政）对地方政府债务承担的连带责任没有得到充分反映和有效控制。政府债务的大规模扩张还对非政府主体的社会融资产生了巨大的挤出效应，进一步加剧了我国中小微企业和个人等融资主体“融资难、融资贵”的问题。企业债、公司债的发行就更加复杂了，多头审批、分散管理的问题尤为突出。其中，一般企业发债由发改委审批，上市公司发债由证

监会审批，在银行间市场发行的债券或融资票据则由央行审批。熊猫债的发行还要经过商务部的审批。这很容易使债券发行的审批标准不统一，监管尺度不统一，债券市场人为分割，等等。另外，我国资产证券化的发展就更加落后，目前尚处于试点阶段，规模很小，审批很复杂，成本比较高。同时，我国债券市场相应的法律法规、评级、审计、信息披露、违约处置等方面都还急需加强，刚性兑付急需打破，全社会对债券的认识以及对债券市场发展的总体规划和顶层设计需要加强。

从大力发展国债入手，推动我国债券市场的跨越式发展

如前所述，到2014年末，我国国债余额尚不足10万亿元，在世界主要经济体中，国债规模和国债水平都是非常低的。但这并不表明我国政府的实际负债率就很低。

1．中央政府需要承担地方政府债务

在我国坚持“以公有制为主体、共产党领导、中央集权管理”的国家管理体制下，地方政府并不是财政独立的联邦制政府，而是中央和政府的派出机构，中央政府对地方政府不是承担有限责任，而是承担无限责任，中央政府实际上不可能对地方政府的债务置之不理，也不可能让地方政府破产停摆。中央政府必须严格控制地方政府的负债，并纳入全国政府负债总预算中加以平衡和控制。同时，中央政府完全可以将地方债务纳入国债范畴统一发行（包括代理发行），中央政府和地方政府内部可以建立债权债务关系，从而简化地方政府债券发行手续，降低地方政府负债成本。目前允许省级政府发行债券，实际上是要求省级政府代替地市、县级政府发债。既然省级政府可以代理地市、县级政府发债，中央政府自然可以代理地方政府发债。即使

是地方政府发行的“自发自还”债券，实际上中央政府仍承担着兜底的义务。

从地方政府目前的负债规模看，我国至少可在5年内再增加10万亿元以上的国债。

2．财政应该与央行共同分担外汇储备成本

在我国，长期以来外汇买卖和外汇储备都由央行一家负责。随着中国改革开放的不断深入，特别是在中国进入世界贸易组织之后，大量外汇流入中国。在严格控制外汇流通的情况下，为了满足对人民币的需求，并防止人民币过快升值，央行不得不大量购买外汇，形成外汇储备，并相应大量投放基础货币。与此同时，为了防止货币总量因此而过度膨胀，又不得不采取措施回笼货币（例如发行央行票据、大幅度提高存款类金融机构法定存款准备金率等进行对冲），通过冻结商业银行一部分流动性，抑制其发放贷款和派生存款、创造货币的能力。但为此又使央行扩大了对其他金融机构的负债，并使央行货币投放过多地受制于外汇占款的增减，陷入非常被动的境地。由于外汇占款的成本完全由央行承担，在央行抑制大量外汇流入、人民币汇率快速升值时，各级政府（财政）还在一如既往地采取优惠政策招商引资，使货币政策与财政政策发生偏离，并使央行与财政的债务负担发生扭曲。

因此，有必要认真反思我国的外汇储备政策，合理调整央行与财政的职责分工。央行现有的外汇储备可以拿出相当一部分转让给财政，即由财政发行专项国债，向央行购买外汇（在具体操作上可以由商业银行用其法定存款准备金认购专项国债，财政用专项国债资金购买央行的外汇储备，央行用出让外汇的资金归还商业银行的存款准备金。这样完全可以避免因此对社会流动性造成大的影响）。由财政和央行共同分担外汇占款的成本，并共同应对外汇大规模流入或流出的冲击，更有利于协调财政政策和货币政策，集中国家整体资源保持宏

观政策与环境的稳定。财政购买的外汇，可以部分增加中国投资公司、政策性金融机构资本金，或者成立新的主权基金投资公司，部分与央行外汇储备一道，委托外汇管理局经营。

从以上两方面情况看，我国国债可以大规模扩张，并推动我国债券市场的跨越式发展。这可能使我国中央政府的负债率快速上升，但实际上这只是让政府负债更加规范化、透明化，是拨乱反正，并不会因此而真正大规模增加政府总体债务。这样做更有利于加强政府债务的反映、监督和管理。

3．加快债券市场发展的配套改革

应该充分认识和高度重视债券市场发展对我国多层次、包容性资本市场发展，对整个金融市场格局的均衡和优化以及对利率市场化和人民币国际化的重要性，加快修改完善《中华人民共和国证券法》，加强债券市场发展的总体规划和顶层设计，相应推动金融监管和规章制度的修改完善。今后的债券市场应该更加规范统一，并更强调面向全社会开放，不能过多地集中到银行间市场，注重真正发挥债券融资作为直接融资渠道和方式应有的作用。同时，通过做大做强债券市场，特别是拥有足够大的国债市场，形成与银行存贷款市场相抗衡的市场力量，并形成市场充分竞争条件下的国债收益率曲线，真正形成市场的基准利率，打造公平竞争的金融市场环境，加快推进利率市场化进程，并为人民币国际化提供有力的市场支持。为此，要切实加大相关方面的配套改革。

1.　2015年5月18日发表于“王永利”微信公众号。

存款保险制度重在国家不再全额担保存款(注)

过分强调建立存款保险制度就能使存款更保险甚至无风险，这存在误导。存款保险基金管理机构作为国家特殊的存款监管机构，其对存款的保障功能与现行的央行对存款的保障功能在本质上相似，变化的只是不能再对存款实行全额担保和偿付。

2014年11月30日，国务院法制办公室就中国人民银行起草的《存款保险条例（征求意见稿）》及其说明公开发布，面向社会征求意见。酝酿20多年的存款保险制度终于迈出了实际性步伐，引起社会上的广泛关注和很大反响。

我国早在1993年就开始把建立存款保险制度作为重要课题开展研究，之后在中央文件中数次提出要建立存款保险制度，但由于种种原因，存款保险制度迟迟没有推出。现在有关部门拿出征求意见稿并面向社会征求意见，可以说是很不容易的成果。但是，从目前征求意见稿本身和有关宣传报道的情况看，对推行存款保险制度的目的和意义仍有误解。

建立存款保险制度的目的和核心

征求意见稿发布后，媒体纷纷加以报道和宣传，特别强调“存款保险，让您的存款更保险”“建立存款保险制度能够更好地保护存款人的权益”“存款保险制度的核心是充分保护存款人的权益”“存款保险的覆盖面可以达到全部存款的99.63%”等，似乎是说我国以往存

款不够保险，建立存款保险制度后才更加保险。这其实是一种误导，并没有准确把握推动存款保险制度的核心及其重要改革意义。

长期以来，我国一直没有实施存款保险制度，但却一直实施存款准备金制度，实际上国家对存款性金融机构吸收的存款提供了“刚性兑付”的全额隐性担保：一旦金融机构出现存款兑付危机，央行和政府最后都要出面协调解决，基本上保证居民存款人的本金不受损失。这种由央行和政府提供全额隐性担保，实际上比存款保险基金的保障程度更强。但是，这种以中央银行和政府信用为金融机构的存款提供全额担保的做法却违反了金融市场化改革的方向，实际上使存款成为无风险资产，容易使存款人漠视存款性金融机构的风险，片面追求较高的存款利率。也容易使存款性金融机构为了吸收更多的存款而竞相提高利率，并使各家机构存款利率趋同，而不能体现不同金融机构的风险溢价，这又迫使央行对存款利率的上限加以控制。这实际上会使资金价格发生扭曲，或形成资金价格“双轨制”，严重阻碍利率市场化乃至金融市场化发展的进程。因此，改革是非常必要的。但存款保险制度的建立，并不是使存款“更保险”，相反，就是要撤出央行和政府对存款的全额隐性担保，要使存款也存在一定的风险，从而强化存款人和吸收存款的金融机构的风险意识，强化存款定价的风险影响力（差别化定价），加快利率市场化和金融市场化进程。

在国际上，建立存款保险制度，是在央行和政府不对存款提供隐性担保的情况下，为了增强存款人权益保护而采取的一种制度措施，避免因为存款性金融机构经营不善而给存款人造成太大的影响进而影响社会稳定。但这种存款保险制度的关键恰恰就是不能让存款人完全没有风险压力，正因为如此，建立存款保险制度一定不能保证所有存款都能全额兑付，而只能保证兑付规定限额内的存款本息。因此，过分强调建立存款保险制度就能使存款更保险甚至无风险，实际上存在误导。也正因为对存款保险制度的核心把握不准，也使我国在存款保险制度建设方面走了很多弯路，做了大量无用功。

我国早已存在变相的存款保险制度

在我国，尽管没有实施类似美国的那种存款保险制度，但我国一直实行“存款准备金”制度，即存款性金融机构要按照存款余额和央行确定的交存比例向央行缴纳存款准备金，存款准备金每10天（旬）按照存款余额调整一次，未经央行批准，交存单位不得动用存款准备金对外支付。

1999年11月至2003年9月，我国商业银行缴纳的存款准备金率为6%。从2003年9月开始，由于央行外币占款急速扩大，相应扩大了人民币基础货币投放。为了控制货币总量的过快增长，央行相应提高商业银行的存款准备金率，2011年最高时，大型银行达到21.5%（中小银行比大型银行低3.5个百分点左右）。从2011年12月开始，为了支持经济发展，央行下调商业银行存款准备金率，到2012年5月降低到大型银行20%并维持至今。如此之高的存款准备金率，绝对是世界上绝无仅有的，存款准备金率的调节也因此成为我国货币政策调整的重要手段。

从原本意义上看，央行收缴的商业银行“存款准备金”，就是对存款兑付的一种保障，就类似存款保险金，而且由于其冻结的资金规模巨大（目前我国本外币存款余额已经超过116万亿元，按照平均18%左右的存款准备金率计算，央行由此冻结的资金可达20万亿元之巨），对于存款兑付的保障能力而言，根本不是通过收取几百亿元存款保险费形成存款保险基金所能比拟的。央行收缴巨额存款准备金后，理应对商业银行的存款兑付加以保障。在这种情况下，如果央行不对商业银行的存款兑付提供保证，而是再向商业银行征收存款保险费，另外设立存款保险基金及其管理机构，不仅可能大大增加商业银行的负担（商业银行也可能进一步转嫁到贷款上，使社会融资成本难以降低），而且在法理上也值得商榷（实际上，在实行存款保险制度的国家，一般都没有存款准备金制度，即使有，存款准备金率也很低，或者只对某些特殊领域的存款收缴存款准备金）。而在目前的情

况下，如果因为要建立存款保险制度而相应（较大幅度）降低银行存款准备金率，大量释放流动性，又可能对央行货币政策产生重大的影响，恐怕也很难落实。这个问题不解决，必然会使存款保险制度的建立和运行面临很大困难。

我国需要改革存款准备金制度，而不是另外建立存款保险制度

按照征求意见稿所提出的方案，建立存款保险制度，需要设立专门的存款保险基金及其管理机构，总体框架基本上模仿美国的做法。但这却忽略了我国与美国在存款准备金制度上存在的根本不同。

如果在存款准备金之外再建立存款保险制度，必然会带来存款保险基金管理机构的职责定位、与现有银行监管部门的关系以及整个监管的成本效率等问题。征求意见稿提出，存款保险基金管理机构可以对投保机构采取早期纠正措施和风险处置措施；有权要求投保机构报送相关的信息并进行必要的核查和风险警示；对于违反相关规定的，可以对投保机构的主管人员和直接责任人予以公示；参加金融监管协调机制和信息共享机制等。从中可以看出，存款保险基金不同于一般的商业保险公司，还具有特殊的监管和处置的职权。也就是说，在存款保险基金成立之后，我国的金融监管体系就会由现在的“一行三会”进一步扩展为“一行三会一基金”，对银行业等金融机构而言，将接受“央行、银监会、存款保险基金”的三重监管，这三者相互之间的职责定位和关系需要进一步厘清，监管效率和收费标准等需要规范。对出现危机的存款机构，由谁牵头进行处置，也有待明确。更为重要的是，存款保险基金管理机构作为国家特殊的存款监管机构，其对存款的保障功能与现行的央行对存款的保障功能在本质上并没有什么不同，变化的只是不能再对存款实行全额担保和偿付。

上述问题如果得不到合理解决，建立存款保险制度也可能给银行业等金融机构带来很大的麻烦，可能难以达到媒体所宣传的那种美好的效果（实施存款保险制度对防范和化解金融风险、维护金融稳定的作用也不宜过度夸张，实际上，在实行存款保险制度的国家，照样爆发严重的金融危机，照样需要央行和政府推出救市举措，照样存在金融机构“大而不能倒”的问题）。其实，存款保险制度在我国酝酿20多年也很难推出，一个重要原因就是存在与存款准备金制度的重叠关系，而且我国最近10多年来一直在加强而非削弱存款准备金的宏观调节作用。

考虑到我国长期坚持存款准备金制度，而且存款准备金率的调整已经成为非常重要的货币政策工具，没有必要另起炉灶建立存款保险制度，完全可以借鉴和吸收存款保险制度的精髓，尽快对存款准备金制度加以改革即可达到预期的目的。具体措施如下。

第一，以法律的形式明确，今后如果存款性金融机构出现兑付危机，央行只对规定限额（例如50万元）内的存款保证偿付，其余部分需要等待该机构资产处置后参与债权人的清偿，从而实现国家（央行）不再对存款全额担保的目的，起到存款保险制度的作用。

第二，明确存款准备金率的最低限（或基准水平，例如5%或6%等），以便满足央行保证规定限额内存款兑付的需要（即纯粹用于存款保险）。对于这部分存款准备金，央行可以实行零利率或低利率（例如按照5%的基准存款准备金率计算，央行将冻结5.5万亿元左右的资金。如果对此实行零利率政策，即使按照目前存款准备金1.62%的年利率计算，存款性金融机构一年也将减少利息收入940亿元左右。如果按照6%的基准存款准备金率计算，每年将减少利息收入1125亿元左右）。

第三，央行为了调节货币总量，作为货币政策工具应用而在基准存款准备金率之上再增加的存款准备金，需要按照市场利率水平支付

利息，以示与存款性金融机构存款保险的区别，并更加合理地处理央行和存款性金融机构的利益关系（目前存款准备金很高，利率统一为1.62%，并且自2008年以来一直保持不变，不能很好地适应市场利率水平的变化。如果按照货币市场7 ~ 14天拆借利率3%，按照基准存款准备金率5%或6%计算，存款性金融机构每年将比目前1.62%的利率水平增加利息收入2000亿元或1900亿元左右）。

这样，无须对制度体系和监管格局等做重大调整，即可达到预期的目的，相比另行建立存款保险制度，可以说既切实可行，又事半功倍。

---

1. 2015年2月5日发表于“王永利”微信公众号。

银行“混改”差点啥？改什么？㊟

深化银行“混改”、优化股权结构重在降低国有股权的比重。在此过程中，必须在优化股权结构的基础上，切实推进组织架构、公司治理、激励约束等方面的深层次改革，包括加快健全和完善市场化的现代商业银行运行机制。

最近，银行“混合所有制改革”（混改）成为一个热门话题，甚至成为银行股价大幅上涨的鼓风机，在传出即将推动“混改”后，交通银行和中国银行先后出现难得一见的涨停记录，反映出社会对银行业，特别是国有银行推动“混改”的极大期待。

但实际上，凡是已经上市流通的银行，都已经不是单纯的国有或公有制经济组织，早已实行混合所有制改造了。例如，中国银行早在2005年引进国际战略投资者，以及2006年在香港和上海两地上市之后，其股权之中就已经包括了国有股权、社保基金、机构和个人投资者以及海外投资者，尽管仍保持国家绝对控股，但绝对属于混合所有制经济组织了。

那么，为什么还要进一步推动“混改”？进一步推动“混改”到底要改什么？

此前推行的国有银行股份制改革并上市流通是改革开放以来国有银行不断深化改革的重要一步。从实践情况看，必须承认，改革取得了重大成果。

我国在1995年颁布和实施《中华人民共和国商业银行法》，推动专业银行向商业银行转化，但由于种种原因，《中华人民共和国商业银行法》的实施效果并不明显，商业银行受各级政府行政干预依然非常严重。1997年东南亚金融危机爆发，其对经济和社会稳定的巨大冲击让人触目惊心，由此也引起了我国对金融系统重要性以及金融系统性风险危害的高度重视，并从2008年开始推动了一轮深刻的金融体制改革。这使国有银行大大减轻了不良资产的压力，增强了资本实力和经营活力，使国有银行向商业银行转化迈出了实质性步伐。

但由于整个国家仍处于由计划经济向市场经济转化的过程中，国有商业银行的治理结构和经营模式没有发生重大变革，其深层次的问题还会不断暴露，经营管理水平难以取得明显提高。2003年，国有商业银行的不良资产问题再次显现，甚至有国际评级公司认为，中国的国有商业银行如果提足不良拨备，资本金已经不能弥补亏损，因此，已经是“技术性破产”了，急需推进改革、强化管理。而此时中国已经于2001年12月正式加入世界贸易组织，尽管赢得了金融开放五年过渡期，但如何应对过渡期结束，中国金融全面对外开放，国际大型银行纷纷进入可能带来的冲击，成为一个非常急迫的重大课题。因此，党中央、国务院下定决心推动新一轮金融体制改革，其中，很重要的就是推动国有商业银行实施股份制改造，并引进国际战略投资者，实施境内，特别是海外上市流通，接受国际化的投资者和监管机构的影响与监管，推动国有商业银行公司治理机制发生深刻变革，推动商业银行主要监管指标达到国际通行标准，强化商业银行自主经营和稳健经营。为此，首先选择了中国银行和中国建设银行作为股份制改造试点，2003年底从国家外汇储备中拿出450亿美元，成立中央汇金公司，并直接平分投入两家试点银行，作为新的资本金。试点银行全面清产核资，并在原有的所有者权益范围内核销呆账，剥离不良资产。按照《中华人民共和国公司法》建立董事会，引进股权董事和独立董事，与银行高管层适当分离。引进国际国内战略投资者，补充资本金，调整股权结构和董事会构成。推动香港和上海挂牌流通，接受上市公司

的严格监管，强化信息披露和经营管理透明度建设。后来，工商银行和农业银行也先后完成了股份制改造和上市流通，国有独资商业银行转变成国有控股商业银行。

国有商业银行股份制改造和上市流通之后，资本金进一步充实，并引进国际先进的技术、产品和管理经验，推动业务规模快速扩张，盈利水平不断提升，推动中国金融从2006年开始进入快速发展通道。伴随中国经济整体的快速发展，中国金融机构的国际排名和影响力也不断提升。2008年底全球金融危机爆发后，中国工商银行甚至成为全世界市值最大、利润规模最大的银行，中国银行也成第一批“全球系统重要性银行”之一。这充分反映出我国金融体制改革和对外开放取得了重大成果。

但是，进入2012年之后，随着中国经济下行压力不断加大，以及实体经济盈利水平的不断降低，中国银行业的不良资产开始增多，税后利润增长速度开始下降，上市银行的股价陷入低迷，甚至纷纷跌破账面净值，反映出市场对银行业的信心不足。2014年下半年以来，银行业不良双升、案件增多，不少银行利润出现负增长，金融系统性风险隐患加大，在经济高速增长时期掩盖的问题开始加快暴露，组织结构、决策机制、激励机制等与市场化的现代商业银行运行机制尚有明显差距。这不能不让人意识到，既往的金融改革仍未到位，还必须进一步深化金融改革，特别是银行业体制改革。

现在比较一致的认识是，国有控股银行的股权结构、公司治理和激励约束机制仍有待优化。目前，在四大国有控股商业银行中，国家保持绝对控股，股权比例过高，对董事会、高管层成员的控制力很强。董事会的组成基本上安排6位国有股专职董事（常驻所在银行工作，实行定期轮换制）、4位执行董事（含董事长），其他股权董事或独立董事难以发挥应有的作用。银行内部党委会、股东大会、董事会、监事会、高管层，以及纪检监察、稽核检查（内部审计）等机构

众多、职责重叠、成本大增。外部大股东（财政部、中投或汇金）、党的组织部门、金融监管部门、财税管理部门、监察审计部门等对国有控股银行的管理内容（职责范围）、方式方法等也有待厘清与规范，减少重叠和过多干预。没有实行管理层和员工股权激励，管理层的价值取向和绩效管理有待改进。党的领导、干部的任命与商业银行市场化经营管理如何有机协调有待探索。

因此，进一步深化国有控股商业银行体制改革的重点，应该是进一步优化其股权结构、公司治理和激励约束机制。其中，进一步优化股权结构、深化混合所有制改革，应该是重要的起点和基础。

早在2014年，时任银监会主席尚福林就已经明确提出，银行“要有序推进混合所有制改革，进一步促进国有资本、民营资本和海外银行资本优势互补，健全和完善产权清晰、权责明确、自主经营、自主决策、管理科学的现代企业制度”。可以说，这为银行业进一步深化改革提出了目标，也使人们广泛关注国有控股商业银行进一步推动混合所有制改革。

但是必须看到，进一步优化国有控股商业银行的股权结构、公司治理和激励约束机制，说起来容易，做起来却很难，很多问题有待明确和准确把握。

深化“混改”、优化股权结构，很明确的就是要降低国有股权的比重，但这马上就会提出一个问题：国有股权应该降低到多少合适？在国家独资政策性银行的规模已经很大的基础上，国家是否还需要入股商业银行甚至保持在5家大型商业银行的控股地位（是否可以退出市场化的商业银行领域，或者减少入股或控股的大型商业银行个数）？

2015年6月16日交通银行发布公告称，其深化改革（“混改”）方案已经经过国务院批准，并表示“坚持国有控股地位，优化股权结构，探索引进民营资本，积极发挥战略投资者作用，探索高管层和员

工持股制度”。在五大商业银行中，交通银行直接的国有股占比最低（2015年第一季度末财政部持有26.53%，属于最大的单一股东），如果算上全国社保和国有企业（国资）持股部分，国有股权比例可能超过51%。在这种情况下，坚持国有控股地位，可能更多偏向于面对民营资本的定向增发和推动员工持股。而对于其他四大商业银行，由于直接的国有股（财政部和汇金公司持股）都超过51%，则还需要进行国有股减持。

这又会带来新的问题：国有股大量减持，势必会影响到银行的股价表现。在这种情况下，引进民营资本、推动员工持股就面临一个定价和意愿问题。如果定价较高，则会削弱民营资本和员工持股的积极性。如果定价较低，决策者又可能面临是否存在国有资产流失的考验和压力。

推动员工持股，还需要明确的是：员工，特别是管理层持有多大比例的股份才能起到应有的激励约束作用？是自愿持股还是强制持股？或者什么级别的管理人员需要强制持股？如果强制持股，一旦股价跌破持股价，员工会不会发泄不满？管理层持股后，绩效考核、激励约束增强，现有的内部、外部管理机构和人员设置及其管理内容、管理方式如何改进，才能让管理层责权匹配？员工持股后，党的组织部门还能不能频繁调动干部？可以调动哪些干部？干部职位调动后其股权怎么处理（继续持有、限时退出、自由选择）？

最为重要的是，在已经完成股份制改造并已经上市流通之后，现在再次推动国有控股银行的混合所有制改革，就不能仅仅停留在引进非国有资本，降低国有股份比例的层面，而必须在优化股权结构的基础上，切实推进组织架构、公司治理、激励约束等方面的深层次改革。不仅银行内部必须深化改革，而且银行外部相关方面，包括国有股东代表部门、党的组织部门、金融监管部门、财税管理部门、监察审计部门等对国有控股银行的管理内容（职责范围）、方式方法、法

律法规等也需要相应地调整与规范，加快健全和完善市场化的现代商业银行运行机制。

---

1. 2015年6月19日发表于“王永利”微信公众号。

第九章
新金融路径

理性看待网络虚拟币与区块链㊟

完全在虚拟环境中产生原生货币并封闭流动的体系，使比特币很难解决现实世界经济金融的实际问题，这将严重抑制金融功能的发挥和社会资源的有效配置，它只能是一种“网络虚拟币”或“网络商圈币”，不可能颠覆或取代法定货币。

2016年1月20日，中国人民银行发布公告：“将早日推出央行主导的数字货币。”这一下子激发了全社会对比特币、区块链的热情，各种区块链联盟和论坛等组织与活动风起云涌，有人因此将2016年称为“中国区块链元年”。与此同时，不少国家央行也声明要加强区块链和数字货币研究，或者要推出央行法定数字货币。这在无意之中让很多人对比特币等“网络虚拟币”增强了信心，成为比特币等价格快速上涨、区块链不断升温的重要原因之一。到2017年6月，国际上比特币的交易价格一度突破3000美元，目前基本稳定在2500美元左右。莱特币、以太币等类似的“网络虚拟币”也随之大涨。价格的持续大幅度上涨，又引发不少人和机构对比特币等“网络虚拟币”以及与之相关的ICO、区块链的狂热追捧，不断创造出新的名词、概念加以拔高和夸大，甚至有组织地联合炒作，营造狂热氛围并吸引更多的社会投资，风险快速聚集，但监管机构对此缺乏明确的规范和监管，其发展态势难免让人产生深深的忧虑。

那么，到底应该如何看待比特币等“网络虚拟币”与区块链呢？

关于比特币、区块链的一些值得关注的说法

（1）比特币的推出标志着数字货币的问世，一个新的货币时代诞生。

（2）如果说法定货币是由发行和维护其运行的主权政府信用背书，私人货币是由推出和维护其运行的私人机构信用背书的话，比特币则是由一种共识加密数学算法来做信用背书。

（3）比特币是建立在区块链技术上的去中心化的自治货币体系，是可编程、可追溯（在网络平台上）、算法加密的匿名货币，将彻底颠覆传统的法定货币体系。

（4）区块链是一种分布式公开账簿。去中心的分布式账务体系颠覆了传统的中心化“复式记账法”。

（5）区块链推动互联网从信息互联网上升到价值互联网。区块链是一种信用（信任）创造体系、秩序创造体系、民主自治体系，区块链将创造全新的社会组织和运行模式，将重新定义互联网，深刻地改造人类社会。

（6）区块链将成为引发第四次工业革命的关键技术。

（7）ICO成为全新的金融创新，将成为金融深化的终局。

如此等等，不绝于耳，闻之不能不让人震惊。那么，比特币、区块链真有这么神奇吗？

比特币、区块链产生的背景和原理

2009年初，比特币正式推出，也成为区块链技术最重要的应用成果。但是，比特币、区块链的产生，并不是其创造者凭空想象和突然间就创造出来的，而是有其产生的基础和背景的。

随着信息社会的快速发展，需要归集和处理、分析的信息和数据量越来越大，越来越多的人认识到，单靠某个单位或机构的电脑设备将越来越难以胜任，而且每台电脑设备都存在很大的冗余，存在白天和晚上以及季节性的运行高峰与低谷，在全球范围内就形成电脑设备资源的巨大浪费。但在互联网发达的情况下，完全有可能实现电脑设备的互联共享，从而有效利用社会资源，减少资源浪费，更好地满足信息化发展需要。于是，从20世纪末开始，就出现了很多关于计算机联网运行的探索和尝试。

这首先要解决计算机联网和共同运行的技术问题。其中，计算机联网和共同运行，意味着要形成不同的所有者或主体的计算机的加盟或联盟体系，这种联盟肯定不应该是中心化的，而应该是平等互利的，否则，就难以达到预期目标。而要方便不同所有者的计算机的加盟，就需要其系统必须是开源、开放的，可以通过互联网自动下载和运行，而无须主导方许可和系统连接。其运行规则必须是公开的且完全内置于系统的，需要加盟者共同维护，避免个别人随意修改规则而危害其他人及整个联盟体系的安全。整个联盟体系非中心化的运行，需要有共识规则，形成交易公开、信息透明、便于核查，以及分布式存储和处理（需要注意的是，分布式存储实际上是分布式备份，与“复式记账法”没有任何关系），全网全程加密，防止信息篡改造假，维护信息和系统安全的机制。为了解决全网同步运行可能随着联盟的扩大而带来运行效率低下和系统安全的问题，又演化出划分区块或分体联盟，以及区块之间通过区块代码和时间戳等相互连接，形成整体联盟的机制。这就逐步演化出区块链的技术架构或模式，其中，很多技术并非首创，比特币所应用的区块链，实际上是将分布式架构、块链式数据验证和存储、点对点网络协议、加密共识算法、身份赋予和验证、智能合约、云计算等多类技术加以融合形成的技术集成。

要吸引不同主体的计算机加盟，实现计算机联网和共同运行，仅解决技术问题还不够，还需要解决利益激励（吸引力）的商业模式问题，真正实现不同的计算机所有者（加盟成员）能够平等互利。在这方面，比特币成为一个非常成功的案例。

计算机联网加入的计算机越多，覆盖的面越广，其优越性就会越大，但除了激励方案本身以外，还面临不同国家和地区货币的选择问题。而在2007年美国次贷危机爆发，特别是2008年9月全球金融危机爆发，造成全球范围货币大量投放、币值剧烈波动的情况下，更是引起很多人对废弃金本位制之后，当今货币体系完全由货币当局人为控制，很容易造成货币滥发并引发大大小小金融危机的强烈诟病，于是有人试图摒弃现有货币体系和规则，完全模拟黄金，运用计算机系统和加密、共识、分布式技术等，形成一套比特币的产生和运行机制：总量设定为2100万个；每10分钟生成一个区块，内含一定的比特币，需要区块成员按照规则进行计算竞赛，率先达到预设结果的成员即可获得设定的比特币（俗称“挖矿”）；获得比特币的成员需要其他成员共同验证，并加注时间和区块戳记后，同步进行记录，然后产生出新的区块，每个区块都带有上一个区块的标记（ID）；比特币的转让，需要通过所有相关的记录进行验证，只有多数通过后才能成立，并再次加注各种加密戳记后进行同步记录；参与验证和记录的成员，也可以获得很少的比特币激励（费用收入）；区块内含比特币的数量，初期为50个，每四年减半一次，到2140年将全部结束。

比特币总量设定、定期减半、竞赛获得的机制，具有极大的诱惑力。加盟越早，参与越多，受益越大（即使不考虑兑换价格的变化，其本身就会每四年倍增一次）。随着联盟的扩大，比特币体系已经覆盖全球很多国家和地区，吸引越来越多的人和资金投入比特币的挖矿和交易，比特币与法定货币的兑换价格随之大幅上涨，也吸引更多的人和资金进行投机和炒作，大有超过当年“郁金香泡沫”的势头。不得不承认，其技术模式与商业模式的有机结合，是比特币能够获得广

泛追捧的重要原因，也成为其他“网络虚拟币”纷纷效仿的基础范例。

比特币能成为真正的货币吗？

货币脱金，推动货币由实物货币转化成纸质凭据，是货币发展史上的一大变革。由于没有金属本位的严格约束，货币很容易超发、滥发，威胁货币的信誉和货币体系的安全，因此，必须加强货币投放和运行的管控。这就逐步演化出“中央银行机制”，即以国家法律的形式，明确将货币的印制、投放、总量管理和调控等职责高度集中，交给中央银行履行，强调央行的独立性，不允许政府直接向央行贷款或透支甚至发债，严格限制央行直接面向社会吸收存款、提供授信，而是交由商业银行面向社会吸收存款、发放贷款等，并强化商业银行等金融机构的监管和财务约束。央行只能完善与维护整个金融系统的稳定需要，承担“最后贷款人”的职责，面向金融机构吸收存款并提供必要的资金融通和支持。

在这种情况下，央行货币投放的基本渠道，就是购买货币价值储备物，并通过储备物的买卖以及对金融机构的资金拆借利率和拆借规模等调节货币总量，保持币值稳定。

可见，即使是在货币脱金之后，货币也不是像有人想象的那样可以随意投放的，而是有一整套货币投放与管理制度和运行机制的。最重要的是，即使是脱金后的纸币，也是有价值做支撑的，而不是像有人想象的那样，就是一种经过特殊加工的纸，纯粹是一种价值的符号。同时，随着信息和通信技术的发展，经济往来的资金清算，已经越来越多地由交易双方直接的“现钞清算”转化为通过金融机构进行的“记账清算”，货币的投放方式，也逐渐由央行投放现钞为主，转变为以增加货币所有人的存款为主，货币总量近似地表现为“流通中现钞+银行吸收的社会存款”，而现钞在货币总量中的比重越来越低，

呈现出越来越明显的货币数字化、存款化的态势，相应出现了“记账货币”“电子货币”“数字货币”等概念。这也就是说，尽管货币的形态和运行方式发生了深刻而巨大的变化，但其本质、功能和主流体系并没有发生根本变化。

相对现行的货币体系而言，比特币是一个完全不同的事物。主要表现在以下几方面。

比特币是模拟黄金，在人为打造的网络虚拟环境中，通过挖矿产生的纯粹的“虚拟加密数字”，其本身并不具备像黄金那样的使用价值和价值（有人认为，比特币是通过挖矿产生的，付出了很大的劳动量，并由“劳动量验证法”证明了的，所以具有价值。这其实存在很大的误解，并不是付出了劳动就一定有价值，因为社会上存在很多无效劳动）。

比特币不仅总量限定，而且每十分钟产生的数量都加以界定，根本不能适应现实世界投资贸易等经济金融活动的需要。

比特币只能在其自身网络体系中运行，而且其设计规则没有考虑贷款或投资之类金融活动产生利息或红利等增加值对货币的需要，其价值功能只能通过与法定货币的兑换才能实现，所以必须搭建一个比特币与法定货币进行交易的外接平台。这种完全在虚拟环境中产生原生货币并封闭流动的体系，使比特币很难解决现实世界经济金融的实际问题，将严重抑制金融功能的发挥和社会资源的有效配置与充分利用。因此，比特币很难发挥货币的全部作用，离开法定货币都难以独立存活，很难成为真正的“货币”，只能是一种“网络虚拟币”或“网络商圈币”，不可能颠覆或取代法定货币。

在当今世界仍是以国家主权自治为基本架构的情况下，要想超越国家主权，以比特币等“网络虚拟币”作为超主权的世界货币，更是非常困难的。实际上，由于以一个国家的主权货币作为国际中心货币

存在很多问题，在历史上，包括凯恩斯、哈耶克等在内，很多人都曾探索建立超主权国际货币体系，但在国际社会存在一国独大的情况下，这种超主权货币的设想一直没有实现。现行国际货币体系是长期以来国家实力竞争的结果，只有国际影响力最强大国家的货币，才能成为国际中心货币。欧元的推出和运行，在一定的区域内实现了超国家主权的区域货币，一度给人们带来很大的希望，但其在实际运行过程中也不断暴露出问题，使人们更加清楚地认识到，要打造全球性超国家主权货币是非常困难的。

可以说，没有国家主权保护，比特币以及类似的“网络虚拟币”难以成为真正的货币或货币锚定物，因此也就难以颠覆当今中心化的法定货币体系。

比特币等“网络虚拟币”实际上属于“网络商圈币”

尽管比特币等“网络虚拟币”很难成为真正的货币，但并不代表其没有存在的必要和一定的价值。实际上，即使在一个国家的法定货币体系下，也并不代表其国内没有在一定的范围内运用的“网络商圈币”（代币），例如各单位内部食堂用的饭票或饭卡、有的商场发的“购物券（卡）”、游乐场用的游戏币等。这种“网络商圈币”被赋予了特殊的价值或功能，不是普遍流通的法定货币可以完全替代的。但这种“网络商圈币”必须严格控制在其声明的范围内使用，不能流出去随意使用，否则就会挑战法定货币的权威和地位，扰乱金融秩序，货币当局应该严格管控。

随着互联网的发展，在现实世界之外，又出现了网络平台或网络商圈的概念，甚至完全可能突破国家或地区的行政边界，形成相对独立的“网络世界”。在各种网络平台或商圈内运行其专有的新型商圈币——数字虚拟币，也是完全可能的，而且也是有很大必要的。因

此，将比特币以及类似的数字“网络虚拟币”定位于“网络商圈币”是合适的。

需要指出的是，作为“网络商圈币”，只能在特定的商圈内使用和流转，而不能随意流出特定商圈到外面使用或兑换。“网络商圈币”可以用法定货币兑换而来，但只能在特定的商圈内使用，流出商圈则需要换回原来的法定货币，而不应该随意与其他法定货币自由兑换。因此，即使是数字化的网络商圈币，也不宜简单定义成“虚拟资产（商品）”或“数字资产”，并允许其在特定的商圈之外买卖和周转。目前，不少国家央行或监管部门不承认比特币等“网络虚拟币”是货币，但却把比特币等定位成“数字资产”，允许其与法定货币以及黄金、其他“网络虚拟币”等大量频繁交易，缺乏必要的监管，实际上值得商榷。由于这类“网络虚拟币”在一定的网络平台或商圈内仍然具有“代币”的功能，不纳入“币”的范畴加以适当监管，如果允许其大规模炒作，很容易催生价格泡沫和大起大落，容易引发金融风险和社会不稳定。

最近，在比特币等“网络虚拟币”与法定货币兑换价格持续大幅度升值的情况下，吸引越来越多的人和社会资本投入到此类“币”的体系建设和交易上，并进一步发展出以“网络虚拟币”计价和交易的，完全没有监管约束的新型网络众筹模式——ICO，并通过已有的“网络虚拟币”推动新的“网络虚拟币”的产生，通过增加交易和需求进一步推动这些“网络虚拟币”价格的上升，使ICO急速升温，有人甚至认为这将成为“金融深化的终局”。但这实际上是缺乏有效监管的结果，存在极大的风险隐患，并且又使区块链领域的“币圈”快速膨胀，而真正聚焦于区块链应用的“链圈”反而受到冲击。这也进一步反映出，亟待尽快明确比特币等“网络虚拟币”的定位，其既不是真正的货币，也不是“网络虚拟资产”，而应该是“网络商圈币”，并应该按照“网络商圈币”的规范开展必要的监管，避免酿成重大社会危害。

“央行主导的数字货币”，也只能是在央行主导的网络平台上运行的“网络商圈币”

在社会上出现比特币等“网络虚拟币”并且快速发展的情况下，长期以来主导法定货币体系的各国央行面临很大的挑战和压力，同时，也面临在新兴的快速成长的“网络世界”中影响力和国际地位的竞争。因此，不少国家央行都公开声明，要推出“央行主导的数字货币”（数字法定货币）。

但是，“央行主导的数字货币”到底是指什么？“央行主导的数字货币”与现行的“央行主导的法定货币”是什么关系？“央行主导的数字货币”能够很快取代法定货币（包括现钞）吗？如果不能很快取代，央行要同时维系两套货币体系，存在什么样的风险？如何加以应对？中国央行要推出自己主导的数字货币，那其他国家央行也会推出它们主导的数字货币，相互之间又是什么关系？

仅从对应实物“现钞货币”而言的非实物“数字货币”出发，“央行主导的数字货币”可以分为以下两大类。

第一，在现有货币体系及其运行体系不变的情况下，利用信息和通信科技，实现的“货币数字化”。这个进程早已展开，并随着信息通信技术的进步和应用而不断加深。相应地，不断降低流通中现钞在货币总量中的比重，完全有可能最终彻底实现货币数字化、电子化、无纸化。这种变化不会对现行货币体系产生太大的冲击和影响，并且始终都是央行主导下的法定货币体系。现在央行所说，早日推出“央行主导的数字货币”，应该不会是指这种类型。

第二，在现行法定货币体系之外，央行比照比特币，运用区块链等新技术，产生一套从货币发行到流通运行的全新的，非实物的数字货币体系。从央行在召开区块链座谈会之后随即发布要早日推出“央

行主导的数字货币”的背景看，所谓的“央行主导的数字货币”更可能是指这种类型。这将是一个非常重大的变化。

考虑到要脱离现行法定货币体系，完全创造出一套全新的货币体系是非常困难的，而且即使能够推出一套全新的货币体系，也不可能一夜之间甚至短时间内完全取代现有的法定货币，央行要同时维持两套货币体系也是非常困难和危险的。目前要早日推出“央行主导的数字货币”，最现实、最可能的选择就是“央行主导的数字货币”同样只能是在央行主导的网络平台上运行的“网络商圈币”。其原理是：可以允许个人、单位、金融机构等在央行主导的网络平台上注册开户，并用人民币或者符合结汇规则的外币兑换成新的数字货币，然后央行可以对在其主导的网络平台上开户的用户，运用区块链等信息科技进行转账支付等。

这里涉及的问题是，央行能否直接面向全社会办理开户和金融业务，特别是能否直接面向社会办理贷款等信用投放？如果能，就可能取代商业银行等金融机构，形成“一元化”运行模式，但这就直接挑战了“中央银行”的定位和机制。如果央行不能直接面向全社会办理金融业务，特别是不能直接面向全社会办理信用投放，信用投放原则上还只能由商业银行办理，就只能保持现行的“央行－商业银行－社会组织和个人”的“二元化”模式。脱离央行功能定位来探讨在“数字货币”体系下，是“一元化”还是“二元化”模式是不现实的。

从逻辑关系看，“央行主导的数字货币”定位于“网络商圈币”，只能从属于、依托于现行法定货币体系，而不可能成为与现行法定货币体系并列的新的法定货币体系，更不可能颠覆和取代现行法定货币体系。

“央行主导的数字货币”能否取代社会上其他私人推出的数字化“网络虚拟币”，能不能跨境使用，成为网络世界的国际中心货币，完全取决于央行主导的网络平台能否成为全国乃至全世界覆盖最广、

应用最多、影响力最强的网络平台。即使如此，由于央行是与国家相连的，一个国家的“央行主导的数字货币”，也仍然属于国家主权货币的概念，否则，就不存在“央行主导”。

需要指出的是，相对于其他国家而言，中国央行能够主导的网络平台很多，中国本身又是一个巨大而且仍在快速成长的互联网应用市场，随着中国国际贸易和对外投资、人民币国际化乃至“一带一路”倡议的实施，中国主导的经济金融及其应用的网络平台也在不断向海外延伸，要打造世界最强的央行网络平台以及相应的“央行主导的数字货币”，中国是最具备条件的。因此，中国应该抓住机遇，加快推进“央行主导的数字货币”的研究与推广，尽快形成网络世界最有影响力的“网络虚拟币”，为网络世界新的虚拟货币体系的构建和高效运行做出应有的贡献，并反过来推动人民币国际化加快发展。

打造“央行主导的数字货币”必须充分应用区块链等新技术

尽管比特币等“网络虚拟币”不可能成为真正的货币，而只能是“网络商圈币”或代用币，不宜过度追捧和神化，但不能因此而忽视区块链等新技术的研究和应用。必须明确，尽管比特币是区块链应用最早的成功案例，但区块链并不等同于比特币，比特币只是区块链应用的一个成果，区块链技术应用的场景很多、潜力巨大。没有互联网的发展和区块链等新技术的应用，就很难推出新的“网络虚拟币”及其运行体系。

随着互联网等信息技术的发展，越来越多的人、越来越多的社会交往和经济活动转移到线上网络平台上进行，由此快速形成了既与现实世界密切相连，又越来越不同于现实世界的“网络世界”，基于互联网“互联互通、跨界跨境融合”的特性，网络平台的发展，很容易

突破线下存在的行政或主权管辖边界，形成网络世界里以网络协议为核心的新型自治组织。

在这种网络世界的经济交往中，人与人无法面对面交流和实现交易的直接清算，交互的只是信息。这就存在非常关键的信任和信用问题。这种问题不能有效解决，线上的经济交往就很难成功。特别是在跨境运行的网络平台上，还会涉及不同国家人的身份信息采集与验证、不同国家货币的清算和与线下清算体系的配合、不同国家的法律差异和监管要求等，没有规则和技术的创新，很难满足线上运行高频高速的要求。而在这方面，比特币、区块链的应用和运行，提供了非常重要的启蒙和实验作用。

如前所述，区块链是多类技术的集成，可以有很多的应用功能和应用场景。

第一，区块链具有计算机互联网（加盟链）共同运行的属性。不是以自己的主机独立运行，而是吸引社会上的计算机广泛加盟，共同运行，共享计算机的运算和存储资源，是互联网时代“共享经济”的重要特征和推动力。这也是区块链“去中心化”运行的前提和基础。

而要形成加盟链共同运行，区块链必须具备几个基本条件。一是系统应该是开源、开放、便于下载和连接的。二是规则是公开透明且内置于系统的，需要加盟成员共同维护，得不到大多数成员同意，规则不能修改，从而保证所运行的平台是真正去中心化的、平等互利的。三是分布式存储、全链或全网加密与共识、共同验证，数据可追溯，防止数据造假和篡改。

除了加盟成员对区块链体系有要求外，区块链体系对加盟成员也会有要求，包括接受体系协议，保证系统连接和共同运行。为了安全起见，还可能对加盟成员的计算机硬件进行必要的验证和加密等（加盟成员的计算机，也可能同时加盟几个区块链体系）。

第二，区块链平台作为网络世界的自治组织，可以有自己的运行规则，例如形成专用和唯一的身份赋予及验证体系、“网络商圈币”的推出和运维体系、智能合约和数据核查体系等，日常交易无须逐笔都与线下各种身份信息或法定货币进行验证和清算，以便满足网络世界覆盖面广、高频高速运行的特殊要求，大大提高效率，降低运行成本，有效控制风险。

由此，区块链就可以在涉及智能合约、档案管理、数据存储、资金清算、历史核查、安全保护等经济金融和社会运行的方方面面加以利用，场景很多、潜力巨大。

但是，必须看到，区块链仍属于全新的集成技术，除了比特币等“币圈”的应用外，目前主要还在实验室或尝试阶段，技术本身也还不够成熟和完善，还在演化和改进的过程中。而比特币等“币圈”的应用，更多的是运用区块链完全虚拟一个平台场景，运行原生（链生）资产（例如比特币），形成封闭式的区块链运行体系。仅从“币圈”体系内部看，可能因为资产（币）的不可伪造、数据不可篡改、点对点支付等，形成诸如信任、信用和高速、低耗等效果，但由于其币圈的封闭，这种区块链体系实际上很难解决现实世界的问题，而且单独从一个网络平台上看，可能有高效、低耗的优势，但如果存在很多不同的区块链体系（网络平台），而且不同体系的运行规则不统一，相互不衔接，从全世界看，仍然会存在诸多问题。

实际上，搭建区块链体系必须能够解决现实世界的现实问题，才真正有价值和生命力。这就不仅需要不断完善区块链技术本身，还需要下大力气弄清和把握现实世界存在问题的本质，着力解决网络世界与现实世界的连接（O2O）和商业模式问题，包括线上身份与线下身份的对接（需要采集和存储线下身份信息）、线上“网络商圈币”与线下法定币的兑换或转换、社会成员线上账簿记录与线下记录的对接或合并等，满足线下国家主权或法律制度的监管要求。不能保证线下人

员身份和资产、合约等方面的合法性、真实性、完整性等，将其推到线上，即使运用区块链技术，也难以达到真正的信任、信用方面的要求，根本无法达到像有人描述的那些效果。现在不少人热衷于搭建区块链，注重于突出某些功能或性能，急于扩大宣传和推出ICO进行资本运作，却忽视了到底要解决和能解决什么问题，商业模式不清晰，商业可持续性没保证，其实是很危险的。

因此，对数字货币、区块链既要高度重视、积极研究，又要理性对待、注重实用，不能盲目追捧和拔高，不能陷于“币圈”自说自话而不解决实际问题，更不应该以炒作数字货币、区块链概念或名词的方式从事资本募集甚至坑蒙拐骗活动。拔苗助长反而容易阻碍数字货币、区块链技术的研究、应用和进步。

---

1. 2017年7月12日发表于“王永利”微信公众号。

不得不说的“数字货币”注

“主权化与数字化”是当今货币最值得关注的特征。需要推出可替代现钞——其发行路径和管理模式基本上模拟现钞。由央行主导的数字货币，即由央行主导的互联网平台运行的数字清算币。

央行主导的数字货币，可能就是直接等同人民币的，在央行主导的互联网平台上应用的数字货币。但要将其直接应用到社会上各个商用互联网平台，取代各种商圈币，可能还不现实。在数字货币存在不同概念的情况下，不能笼统讲“争取早日推出央行主导的数字货币”，并盲目夸张作用、开展工作，急于大量投入，而应该首先明确央行主导数字货币的概念和应用方向，这样才能提高效率，少走弯路，减少浪费。

自2009年初比特币问世以来，数字货币的概念在世界范围内不断升温。2016年1月20日，中国人民银行宣布“将早日推出央行主导的数字货币”之后，数字货币更是在中国掀起了热潮，甚至有人断言，早日推出由央行主导的数字货币，不仅有利于替代现钞（包括辅币），大大降低现钞印制、流通、监管和销毁等方面的消耗及成本，推动数字普惠金融的发展，而且有利于规范或替代社会上各种数字化的商圈币或类比特币的虚拟数字货币，强化货币的统一和管理。更重要的是，还可能通过数字货币的跨境流通，增强我国央行数字货币的国际影响力，推动以新的数字货币体系取代传统的国际货币体系，削弱美元在国际货币体系中的中心地位，推动世界格局的深刻变化。

这听起来确实令人振奋，但是，仔细琢磨，却又让人感觉其中存在很大的概念模糊、似是而非，急需辨明是非、准确把握。

要准确把握“货币”的概念

货币最早是充当价值尺度、交换媒介、价值储存手段的，社会上最受推崇或欢迎的价值载体（本身就要有实用价值）。随着货币的发展演变，世界各国的货币逐渐集中在贵金属（例如金、银、铜、铁等）上。之后又进一步发展出以贵金属作为担保（本位制）、更便于保管和流通的货币替代品——纸币。再进一步发展成为废弃贵金属本位制，越来越多地以信用方式投放、主要由法属主权保护和控制流通的表征货币，即“主权货币”或“法定货币”，包括纸币、辅币及越来越多的银行记账货币（货币总量基本上由存款及流通中的现金构成）。社会交易的货币清算方式也逐渐由现钞清算转化为银行记账清算，并因银行记账清算的需要，演化出支票、本票、承兑汇票、银行卡等多种结算工具（有人把不需要结算的载体，直接与开户银行进行传递和清算，即只是通过电子传输方式进行信息传递和货币清算的银行卡，与纸币相对应，叫作“电子货币”，其实是不恰当的。银行卡不是货币，而只是货币的载体和结算工具）。

随着通信技术的不断发展，世界各国货币总量中，现钞的比重都在不断降低。即使在中国，流通中现钞在货币总量中的比重也已经下降到4%左右。因此，在当今，讲到货币时，只想到现钞是不够的。即使是讲到央行投放的基础货币，也不仅仅是央行投放的现钞，更多的还包括央行因购买黄金、外汇等投放的记账货币，甚至还包括央行向商业银行提供的贷款或资金拆借。

在一个国家普遍流通法定货币的情况下，还存在一些在特定区域或环境内使用的，用法定货币兑换而来的替代币或商圈币，例如单位的饭票或饭卡、一定的领域运用的购物券或购物卡、游戏机上使用的

游戏币或电子游戏上使用的QQ币等，以便实现特别的优惠功能或机器识别功能等。

当今货币最值得关注的特征，一是货币主权化，二是货币数字化。

需要特别注意的是，无论货币形态如何变化，货币最本质的属性仍是代表一定的价值，需要价值储备物作为支撑，而不可随意滥投货币。相应地，需要对投放货币的机构实施严格的管制和约束。比如，央行是投放货币的主体，因此，央行也要受到非常严格的管制，其投放货币的主要渠道是购买价值储备物，包括贵金属、外汇等。除此之外，要严格控制其直接面向政府、企事业单位、居民个人等发放贷款，以便防止其脱离价值支撑任意投放货币。其中，很多国家以法律的形式保护中央银行相对于政府的独立性，不允许政府随意向央行透支或发债。除了央行以外，商业银行发放贷款也是一定形式的货币信用投放方式。因此，对商业银行贷款也要严格管制，包括贷款质量的核查、贷款拨备的提取、资本金的配备等，以便保证贷款投放货币的及时收回或损失弥补；如果商业银行经营不善，就可能破产倒闭，其吸收的存款也可能受到损失，从而避免只有贷款可能损失，而其派生的存款却没有损失，造成货币虚增的结果。在强化商业银行财务约束的基础上，央行可以出于维持金融体系稳定的需要，作为最后贷款人的身份，给予商业银行必要的资金融通。

要准确把握“数字货币”的概念

目前人们所说的“数字货币”，实际上包括以下三个概念。

（1）在传统货币体系下货币数字化形成的清算机构（银行）记账货币。

（2）用法定货币兑换而来的，在特定环境或领域应用的数字化替代币或商圈币。

（3）类似比特币，运用区块链技术建立全新的货币体系形成的纯粹的虚拟数字货币。

上述三种“数字货币”是不同的概念，不能笼统谈论或模糊概念，否则，很容易产生争议或误导。

其中，前两类都是在传统货币体系基础框架上进行演变或派生的结果，不会颠覆或取代传统货币体系。可以肯定的是，货币数字化是一个一直持续、不断加快的进程，是具有重要意义的需要积极推进的货币进化工作，其终极目标就是取消现钞的发行和流通。而在央行主导的货币体系下衍生出来的数字货币，本质上就是“央行主导的数字货币”。

第三类则完全不同，是要在重新构造货币体系的基础上推出全新的数字货币。但这首先需要对以比特币为代表的各类“币”是否真能成为货币有准确的认识和把握。

自2009年初推出之后，现在挖矿产生的比特币已经形成一定的规模，并且在世界范围内产生了交易，形成不小的影响。

但必须看到，比特币是通过挖矿产生的纯粹的数字化虚拟货币，其本身是否真像黄金一样具有实用价值，是否符合货币的基本属性存在重大疑问。在这种情况下，又没有得到主权保护，比特币能否作为货币流通，甚至取代现有法定货币，存在很大的风险。

当然，比特币作为一种电子产品或游戏工具，或者被称为“数字资产”，只要有人认可并愿意投资，就会产生价格，并且可能大幅度推高其价格，但这有可能成为一种传销或庞氏骗局，炒作越厉害，价

格涨得越猛，最后可能造成的危害就越严重。同时，比特币挖矿本身就要消耗越来越多的资源，其创造和印证登记成本也很可观，其总量锁定和挖矿产生的机制，也难以适应经济交往发展的需要，难以摆脱黄金退出货币体系的宿命。因此，寄希望于比特币一类的“数字货币”能成为新的超主权的世界货币，是非常不现实的。

要准确把握“央行主导的数字货币”的概念

现在最大的问题就是，加快推出“央行主导的数字货币”到底指的是什么？现在这个概念并不清晰，只能分几种可能的设想或假设加以分析。

第一，可能央行担心，终结现钞的印制和流通，也就意味着终结央行独家印制、发行、管理现钞的功能，相关的机构和人员需要裁撤或转型，进而担心这会影响央行作为货币发行、货币政策制定和货币总量调控主体及其功能的发挥，因此，需要尽快推出可以替代现钞的，但基本上模拟现钞发行路径和管理模式的，由央行主导的数字货币。

其实这是大可不必担心也完全没有必要的。因为，随着货币数字化的发展，现钞在整个货币总量中的占比已经非常低了，现钞占比的减少，并不影响央行作为货币发行、货币政策制定和货币总量调控主体及其功能的发挥。

当然，现钞在货币总量中的占比降低，并不一定代表其实际规模减小。近年来我国流通中现钞的规模保持在6万多亿元，略有增长，本身规模仍然很大，包括其中很多沉淀不用，甚至有腐败分子收存大量现金，加快推进货币数字化具有重要意义。但流通中现钞的规模受到多种因素的影响，包括支付习惯、法律管束的程度和电子支付的支持力度等，在现行体系下，不能完全取代现钞的流通，即使推出数字货币，恐怕也难以在短时间内完全取代现钞的流通，而为此却可能需要

大量的投入，投入产出效果可能不会令人满意。特别是，记账货币长期存在且不断扩大，已经形成了一套行之有效的运行机制，可以加快电子支付、移动支付的创新，逐渐缩小乃至最终取代现钞流通，似乎在此基础上再投入很大的人力物力形成一套新的数字货币体系意义并不明显。

第二，可能央行不仅希望通过推出新的数字货币加快替代现钞流通，更希望以此规范乃至统一各种商圈币，进一步强化全社会的货币管理。

这里首先要明确，之所以在普遍流通法定货币的情况下，社会上仍有一定的商圈币的应用，是因为其中有法定货币不可替代的特殊优惠或功能，而且商圈币也应该都是由法定货币兑换而来的，并不是凭空捏造或者挖矿产生的。因此，可以加强管理和规范，但寄希望于央行推出统一的数字货币可以替代各种专用的商圈币，似乎并不现实。

更重要的是，随着互联网的发展，越来越多的网络商圈已经开始跨境运行，其中就不会只涉及一个国家的主权法定货币。如果同时运行多种货币，其成本和风险就会大大增强。因此，最佳选择往往就是，平台不再直接使用各国的法定货币，而是打造自己唯一的商圈币，各种法定货币只能兑换成商圈币后在平台或商圈上运行。这样，寄希望能用“央行主导的数字货币”取代商圈币，似乎就更不可能。

当然，随着商圈币的发展，其影响力也会扩大，央行必须强化对商圈币的统计与监管，而不能放任不管。这至少应该包括发行商圈币的平台主体要履行货币发行和管理者的职责，建立明确的管理制度并接受央行的监督管理；用户用法定货币兑换成商圈币后，商圈币只能在特定的商圈内部流通、存储，而不能到商圈外使用；兑换成商圈币后的法定货币，要作为商圈币的储备物，存放在合格的金融机构专户保管，不得随意挪用；严格控制发放商圈币的平台主体以信用方式投放商圈币，以便防止平台滥发商圈币，损害商圈币持有者的利益；商

圈币持有者之间可以发生借贷关系；平台要为商圈币持有者建立准确的记录，并为其商圈币的交割清算和账务核对提供安全高效的服务支持。

第三，设想在现行货币体系之外，打造一个全新的数字货币体系，并希望在快速发展的网络世界中抢占先机，赢得数字货币体系的主导权。

这是非常有吸引力的想法，但必须看到，现行货币体系是长期运行和优化演变而来的，有着深刻的社会和时代背景，要在这个体系之外另行打造全新的货币体系，将是非常困难的，特别是在当今世界仍是以国家主权独立作为基本的治理架构或基础的情况下，要建立一套去中心化的超主权货币体系，将更有挑战性，而且，这本身就可能与央行的身份以及“央行主导”产生矛盾。在国际货币体系中，以综合实力和国际影响力最强国家的主权货币作为世界中心货币，是一个自然的选择和很难颠覆的现实。历史上，打造超主权货币的思想和探索不断出现，但却一直没有成功。

进一步看，即使能够建立一套新的货币体系，央行要在很长的时间内同时维持两套货币体系，也将是非常困难和危险的。

因此，“央行主导的数字货币”，完全可能就是央行主导的互联网平台运行的数字清算币。

现在有一个非常值得关注的社会现象是：随着互联网的发展，在现实社会的基础上，越来越多的交易和价值转移到线上运行和存储，而且越来越多的互联网平台开始跨境运行，形成了不完全受制于现实世界格局的“网络世界”，各个网络平台成为网络世界上的自治组织。这就需要尽快形成适用于网络世界的管理规则。以往人们习惯性地将线下的规则迁移到线上，但人们逐渐发现，线下规则难以适应线

上点对点高频快速交易的要求，需要摆脱束缚，建立一套全新的线上运行规则。

这样，所谓的数字货币，将更多的是在法定货币基础上派生出来的，在互联网平台上运行的虚拟货币体系。它是现实社会中法定货币的延伸，不会与法定货币体系产生重大冲突，也很难颠覆或取代法定货币。

在这种情况下，“央行主导的数字货币”，也将更多地应用到央行主导的互联网平台上，例如央行主导的网上清算中心、各类线上交易所，甚至可以在央行主导的人民币全球清算平台上应用。也就是说，“央行主导的数字货币”，可能就是直接等同人民币的，是在央行主导的互联网平台上应用的数字货币。但要将其直接应用到社会上各个商用互联网平台，取代各种商圈币，可能还不现实。“央行主导的数字货币”能否广泛应用到海外的互联网平台，成为具有主导力的国际化的数字货币，同样取决于中国的综合实力以及在互联网世界的国际影响力，需要付出极大的努力。

应该肯定的是，中国作为世界第二大经济体，拥有庞大的人口和市场规模，工业化、城市化、信息化已经具备较高水平并且仍在不断推进，但中国经济运行的市场化、开放度还不够，市场在资源配置中的决定性作用还没有充分发挥，这都给互联网的应用提供了巨大空间和动力。从电子商务发展的情况看，中国的互联网商业应用潜力，有可能超过全世界其他国家的总和，而且互联网互联互通、跨界融合的发展，也有可能成为深化市场化改革的重要推动力。互联网时代的到来，可能成为中国实现换道超车、引领世界千载难逢的重大历史机遇。中国应该抓住这个机遇，大力推动互联网世界的发展，并在包括区块链、数字资产、数字货币在内的互联网技术发展以及运行和管理规则、基础服务等方面发挥主导作用。

1. 2017年1月29日发表于“王永利”微信公众号。

ICO火了，对网络虚拟币更需准确定位与监管注

ICO爆发式发展，正广泛吸引资金投入，恐怕带来极大的风险隐患。如何正视网络虚拟币？是否需要监管？尽管监管上不承认它们是货币，但其已经发挥了些许货币功能。当把“网络虚拟币”界定为“网络商圈币”时，就要有相应的货币金融监管要求。

2016年以来，比特币、以太币等“网络虚拟币”在中国的交易不断扩大，价格快速升温。2017年以来基于“网络虚拟货币”的ICO（基本的模式是一种以“网络虚拟币”而非法定货币作为公开募集的对象，又以发行新的“网络虚拟币”作为回报，因此可以绕开类似IPO那样的严格监管所形成的新型网络众筹模式）更是在中国迅猛发展，“网络虚拟币”的价格快速上涨，正在吸引越来越多的人与资金投入其中，也引起全社会越来越广泛的关注，引发了对其合规性、监管必要性的激烈争论。但迄今为止，并没有形成共识和法律与监管标准，其结果是争论很激烈，发展很迅猛，风险很忧人。

对于日益增多的“网络虚拟币”及其ICO要不要监管、如何监管等问题，最重要的前提是必须对“网络虚拟币”有准确的定位。

目前“虚拟商品”的定位急需重新审视

2013年中国人民银行与工信部、银监会、证监会、保监会联合发布的《关于防范比特币风险的通知》指出：“比特币应该是一种特定的虚拟商品，不具有与货币同等的法律地位，不能且不应作为货币在

市场上流通使用。”这是中国迄今为止唯一一份对“网络虚拟币”性质进行界定的规范性法律文件。

正因为相关部门将比特币等“网络虚拟币”定位于“虚拟商品”而非货币，因此，货币当局和金融监管部门也就没有对其实施必要的约束与监管，这反而给“网络虚拟币”的广泛交易、流通乃至ICO提供了非常自由的发展空间，尽管监管上不承认“网络虚拟币”是货币，但实际上它们已经在不少方面发挥着货币的功能了。

在“网络虚拟币”不断发展，影响力日益显现的情况下，2016年1月中国人民银行又宣布要“早日推出央行主导的数字货币”，这无意间给“网络虚拟币”提供了巨大的增信，很多人一下子觉得央行之所以急于打造和推出自己主导的数字货币，就是因为新兴的“网络虚拟币”真有生命力，真的可能颠覆央行的法定货币，已经迫使央行赶紧应对，因此，也说明其真有价值，甚至潜力无限，必须抓住机遇尽早投入。大量的资金涌入，使规模有限的“网络虚拟币”对法定货币的价格随之大涨。而价格的迅猛上涨，又吸引更多的资金涌入，泡沫和风险，包括操纵市场和欺诈传销行为随之膨胀。特别是ICO的爆发式发展，正在广泛吸引社会公众和资金投入，更是带来极大的风险隐患，再不进行必要的监管，恐怕将出现重大的社会问题。

“网络虚拟币”定位需要把握的重点

随着互联网等信息技术的发展，在现实世界的基础上，正在形成以各个网络平台为代表的相对独立运行的网络世界，其高频高速、跨界跨境运行的特点，使很多线下世界运行的规则和工具等，难以适应线上网络运行的要求，特别是在跨境运行的网络平台上，往往涉及多国身份证件、多种货币等，如果每一笔交易都要进行不同身份或货币的验证，其成本和风险可能是巨大的，因此，完全可能在线下登录和存储用户的真实身份之后，按照自己设定的标准重新赋予用户新的统

一的身份信息，线上每一笔交易只需核对网络统一的身份信息即可，只有需要时，再找到线下真实的对应身份。同时，可以按照自己的规则设计并在线上运行统一的“网络虚拟币”，但这种“网络虚拟币”不能由系统自动产生，而只能以法定货币兑换产生，需要时，可以再兑回需要的法定货币。

随着网络世界的发展，网络平台运行的“虚拟币”或“代币”就更有存在的必要和价值，不予承认、完全卡死，要求网络上也只能使用法定货币和身份信息，是不现实的。

因此，将比特币等“网络虚拟币”界定为“网络商圈币”是最恰当的。既要承认其在一定的范围内能够行使货币的功能，必须接受适当的金融监管，又要明确其只能是法定货币的补充或延伸，不可能颠覆或取代法定货币。

“网络虚拟币”要有适当的监管

当把“网络虚拟币”界定为“网络商圈币”，赋予其一定的货币功能时，就要有相应的货币金融监管要求。例如，必须明确其管理和运行规则，以及确定的运行范围，并要形成严格落实的技术手段和基础条件。允许其与法定货币进行兑换，但网络平台必须获取和存储当事人合法的真实身份信息，网络身份必须与真实身份准确对应，满足法律和监管要求。当事人可以用法定货币兑回“网络虚拟币”，但必须通过存款账户和合法途径转入，需要兑回时，只能原币、原账户转回，不得兑换成其他货币或转入其他账户。各种“网络虚拟币”的交易平台必须做到公开、公平、公正，不得诱导或误导交易，并确保交易的真实准确和资金流动的连续与可追溯，自觉接受监管等等。监管部门要加强检查监督，发现和严厉查处操纵市场、扰乱秩序、谋取非法利益的行为。要加强专业化、客观公正的宣传报道，抑制目前相当突出的片面宣传乃至肆意夸大的态势。

按照上述要求，现有的ICO的做法显然是不合适的。比特币、以太币等“网络虚拟币”只能在其规定的网络平台体系范围内使用，除此之外，只能与法定货币进行兑换，而且只能原币、原账户、原户名进出，而不能流入其他数字虚拟币网络平台上，成为ICO募集的对象。ICO作为众筹或基金募集的方式，也理应受到相关方面的监管和法规约束。

当然，由于互联网跨界、跨境融合延伸的特性，比特币、以太币等“网络虚拟币”都可能是跨境流通和交易的，只是中国实施严格控制，可能促使其大量转移到境外进行。因此，还需要加强国际沟通和协调，尽快达成共识和国际统一规则，避免监管漏洞和跨境套利。但考虑到“网络虚拟币”和ICO在中国的过热发展，无论如何，中国都应该尽快明确“网络虚拟币”的定位和监管规则，至少在中国切实控制和防范相关的风险。

---

1. 2017年8月25日发表于“王永利”微信公众号。

为什么互联网金融在中国发展得更迅猛？(注)

> 一方面，中国传统金融体系还难以满足互联网经济快速发展的要求，中国金融体制和金融格局还存在不少急需改进的地方；另一方面，中国具备加快互联网金融发展的巨大空间和良好的条件。

2013年，“余额宝”的出现和迅猛发展，在金融领域产生了巨大影响，引起全社会的广泛关注，进而带动整个互联网商务、互联网支付、互联网理财与融资、互联网货币与交易等方面业务的快速发展。有人将这种基于互联网平台和渠道办理的金融称为“互联网金融”，并与以机构网点为基础的传统金融相对应。人们也普遍认同“2013年是中国互联网金融元年”，从2013年起，中国互联网金融可谓迅猛发展，在金融领域掀起了轩然大波，其在中国的社会影响力超出世界所有国家，包括互联网发源地和应用水平更高的美国。

这使很多人深感迷惑，为什么互联网金融在中国发展得更为迅猛？

要回答这个问题，以下因素不能忽略。

互联网整体迈上新的发展阶段

互联网自20世纪70年代率先在美国推出并不断向全球推广普及，也在不断扩大其影响力，得到了全世界的广泛关注，吸引大量资本和人才投入。计算机与互联网技术和产业的发展，大大增强了美国的经济活力和国际竞争力，不仅使更加注重重工业发展的苏联经济发展无

法跟上美国的步伐，成为其最终解体的重要因素，而且也使倚重家电的日本经济难以跟上美国的步伐，成为美国将日本20世纪60—70年代快速增长的经济势头压制下去的重要法宝。进入20世纪90年代，美国IT与互联网产业更是如日中天，成为人们广泛期待的“第三次浪潮”的核心，吸引越来越多的资本和人才投入，成为世界经济中最火热、最耀眼的产业，并开始产生和聚集资产泡沫。1997年东南亚金融危机爆发，原来大量积聚在东南亚地区的国际资本大量流入受冲击最小的美国，除一小部分流入美国资本市场和房地产市场外，绝大部分都流入已经过热的网络产业，结果造成2000年10月纳斯达克股市崩盘，网络泡沫破灭，对美国经济和社会稳定造成重大冲击，也使严重过热的互联网产业遭受重创，使互联网产业在资本市场上的表现陷入低迷，很多人甚至对互联网失去了兴趣。

尽管互联网产业的市场表现陷入低迷，但互联网的技术研发和创新并没有停止，而且网络泡沫的破灭还迫使互联网产业加快创新和突破，并更加注重互联网成果的应用。随着宽带传输技术和移动互联技术的突破与广泛应用，特别是分布式互联网技术的推出，以及云计算、大数据的广泛应用与效益显现，互联网已经迈入新的发展阶段，进入互联网新时代，正在给人类社会带来非常深刻的影响，推动人类社会产生根本性变革。主要体现在以下几方面。

第一，将人类社会网络化、信息化。通过互联网技术的创新和应用，将越来越多的个人、组织乃至全社会都纳入互联网覆盖范围，并通过信息采集和传递技术将与其生活、运行、交往等相关的物质、文化、知识等转变为信息上传到大数据中心，通过全面的、连续的信息采集、归集以及加工、分析，形成智能化、个性化的分析成果，并反馈给人和组织，进一步提高人和组织的行为效率，在人脑之外，增加了大数据“外脑”，推动人类社会由“工业社会”迈向“信息社会”“智能社会”。

第二，推动网络社会扁平化、无主化。随着互联网的发展，现在互联网已经不再仅仅是人们所应用的工具，它正在深刻改变着人类社会的组织形式、思维方式和运行模式等，形成与现行社会生态明显不同的网络社会新生态。在网络社会中，高度信息化的发展，将极大地消除信息不充分、不对称对人和社会的束缚，进而打破由此形成的专业分工以及行业、市场等方面的壁垒，拉近人与人之间的距离，大量减少或削弱各种中介组织，更加突出“以人为本、人人平等”的理念，形成以互联网规则和系统自控为治理模式的扁平化、无主化网上社会新生态（网络世界、信息社会），并不断冲击和改造着现实世界。

计算机、互联网等信息科技的发展，正在推动人类社会大变革、大转型。其中，既需要计算机、互联网等核心技术方面的突破与创新，也需要有配套的基础设施以及广大的用户和潜在的市场。目前，尽管中国在计算机、互联网的核心技术方面仍落后于美国，但中国作为世界上人口最多的国家，同时也是改革开放以来全世界经济发展最快，特别是交通通信基础设施投资最大、提升最快的国家，世界上智能手机和互联网用户最多的国家，具备了互联网大发展非常重要的用户基础。另外，中国改革开放以来，经济体制改革的重心就是推动原来由政府高度控制的计划经济向市场经济转化，注重发挥市场调节的积极作用，从而不断增强经济发展的活力，取得了令人瞩目的巨大成绩，但与发达国家高度市场化相比，仍然存在很大差距，长期形成和运行的大政府，以及非常多的行业规划、市场准入审批、市场的行政分割，以及价格管控、多头监管等，仍有待深化改革。正因为如此，建设统一开放、竞争有序的市场体系，紧紧围绕让市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革，仍是中共中央确定的全面深化改革的重点。这也为互联网以及互联网经济的发展提供了巨大的空间。因此，中国尽管互联网发展起步较晚，但潜力巨大、发展更快，特别是在信息科技应用方面并不落后。2014年，中国已经取代美国成为电子商务第一大国，“互联网金融”更是由中国率先提出，很多互联网应

用新技术都会很快在中国得到落地检验。这又推动中国在计算机和互联网技术创新方面加快成长，为中国加快信息社会建设创造了良好的条件。

中国互联网金融高速发展具有得天独厚的条件

首先，中国金融业在信息科技方面一直都是应用封闭式系统平台，而非互联网所依托的开放式系统平台。中国金融业很早就开始应用计算机系统进行业务处理，但其计算机系统只对本单位内部员工开放，而不对客户开放，所有信息和数据基本上都是由自己的员工输入，并且主要涉及银行资金汇划和账务处理所需要的信息及数据，而很少涉及交易双方的交易信息和行为记录。而在互联网上，电子商务以及与之相适应的网上支付、清算等，都是在开放式系统平台上进行，与交易相关的信息更多的是由交易双方自己输入，但由互联网公司的系统平台进行处理和大数据归集与分析，进而实现对客户更好地认知和分类，实现产品设计、营销和风险控制等方面的智能化、个性化。截至目前，传统金融机构在开放式系统平台的应用方面仍在起步或尝试阶段，其开放式系统平台的应用，以及云计算、大数据的应用，与大型互联网公司存在非常大的差距。

正因为如此，在互联网以及电子商务快速发展的情况下，传统银行的支付清算体系难以达到互联网交易清算的要求，银行尽管已经推出电子银行和银行卡清算，但由于银行主要是依托自己的专用系统和通信线路，其与互联网系统的无缝衔接严重不够，特别是跨行的电子银行系统也没有及时推出，迫使从事电子商务的互联网公司开发和投产自己的网上支付系统，并用自己的支付系统再与银行清算系统连接。而这一点恰恰突破了金融机构非常严格的准入限制，将互联网公司引入了一个潜力巨大，但又相对空白的互联网金融领域，为其提供了发展金融业务巨大的空间。

其次，中国对金融机构，特别是商业银行的准入与监管非常严格，并长期实行分业经营、分业监管的体制，商业银行的经营范围与从事互联网金融的大型互联网公司相比，显得非常单一。大型互联网公司的经营，往往从信息网站，到电子商务、第三方支付、账户余额理财，再到客户分析和客户征信、过资金融通、消费物价统计、经济发展分析等，围绕客户需求，不断扩充服务范围，增强客户黏性，增强市场竞争能力。

相对而言，在发达国家，对金融业也存在非常严格的监管，但如同商品市场一样，金融市场也是非常开放的，其机构准入的门槛很低，业务范围的限制很少，金融机构混业经营比较普遍，金融机构与互联网的联系比较密切，应用互联网技术的水平也比较高，特别是其电子银行、银行卡体系与互联网的对接比较紧密，能够较好地满足互联网支付的要求。而在我国，截至目前，由央行主导开发和运行的“超级网银系统”（跨行电子银行系统）的运行仍然达不到互联网清算的要求。

另外，尽管这些国家市场开放，准入门槛比较低，但市场监管比较严格和公平，无论是谁从事金融活动，都要接受同样严格的金融监管。相对而言，中国的金融分业监管的体制更注重于机构监管，加之对新生的互联网金融，在监管上不熟悉。因此，其监管也难以跟上，对传统银行业的监管很多并没有适用到互联网金融的监管上。这也为中国互联网金融的发展提供了宽松的监管环境。

最后，由于中国金融业的准入控制非常严格，而且在整个金融领域，银行业一家独大，银行业对国家的税费贡献也很大，因此形成了银行业明显高于一般加工业的资本回报率，在实体经济利润率很低的情况下，银行一直保持较高的利差水平。这也成为吸引社会资本通过互联网大量进入金融领域，推动互联网金融快速发展的重要原因。

而在市场开放的发达国家，资本的自由流动，使社会资本回报率难以存在较大差距，因此，互联网金融业不容易吸引大量社会资本集中投入。

总之，互联网金融在中国迅猛发展，一方面说明中国传统金融体系还难以满足互联网经济快速发展的要求，中国金融体制和金融格局还存在不少急需改进的地方。另一方面也说明中国具备加快互联网金融发展的巨大空间和良好条件，迎来了加快互联网金融发展难得的机遇。

可以肯定，互联网金融的发展，是互联网经济和生态发展的客观要求，其发展也会强有力地推动传统金融的改革与发展，包括推动传统金融加快互联网化发展，加速中国金融线上与线下的融合及共同发展，并推动中国互联网金融国际化，增强中国金融的国际影响力和竞争力。

中国必须在快速发展的网络世界中抢占制高点，增强国际竞争力

互联网和互联互通的发展，最有利于突破传统的行业壁垒和行政束缚，打造一体化的开放式的全国大市场，进而更好地发挥市场在资源配置中的决定性作用。因此，应该高度重视以计算机和互联网为核心的信息化建设，在国家工业化、城市化、信息化发展战略中，更加突出信息化，落实好“信息中国”战略规划，并依托信息科技和互联网的力量，推动全面深化改革，实现社会变革与转型的弯道超车。

互联网的核心是互联互通，互联网经济、互联网金融的发展，必然要突破传统的行业、专业、市场的壁垒，以及行政干预的束缚，也必然给现有的经济体制、金融体制带来巨大冲击，特别是将对传统金融的主体——银行业，以及金融监管体系产生更大的冲击和影响，并

有可能对金融系统的稳定产生影响。因此，需要高度关注和积极应对。

必须看到，互联网大潮势不可当，对互联网带来的新事物、新模式、新生态，传统金融机构和监管部门不能简单地漠视、抵触甚至封杀，而应该切实转变观念，加强对互联网的学习和研究，准确把握互联网发展方向，熟悉互联网思维方式，保护和鼓励互联网创新，加快自身的转型升级，推动传统金融与互联网金融的融合发展。同时，要切实加强互联网的监管，构建公开透明、公平公正、健康和谐的互联网新世界。

需要强调的是，互联网新世界的影响不断扩大，必将成为国际竞争异常激烈的新空间、新领域。目前，美国从计算机到互联网，从硬件到软件，从互联网商务到互联网金融，已经形成全球发展的比较优势，中国如果在互联网新时代的发展过程中不能充分利用国内市场潜力大，互联网经济和金融发展具备较好的基础条件这些优势而加倍努力，实现弯道超车，就有可能在互联网的全球发展和国际竞争中陷入被动，这需要高度警惕。中国曾经率先跨入农业社会，先进的农业和手工业使中国经济在全球独领风骚上千年，但在工业革命推动人类社会从农业社会迈向工业社会的过程中，被时代变革的大潮所抛弃，结果很快被工业化国家所超越，并沦为国际列强争相瓜分的对象，由世界经济大国变成经济严重衰退的半封建半殖民地国家。现在，人类社会正在面临从工业社会向信息社会转化的关键时刻，中国绝不能再次掉队，而必须抢抓先机，抢占制高点，增强国际竞争力，在信息社会新时代实现世界领先的中国梦。

---

1. 2015年2月4日发表于“王永利”微信公众号。

金融产品交易平台是互联网金融的核心内容注

无疑，金融产品交易平台将是最能突出互联网特性的金融应用，其也是互联网金融最具有核心意义的部分。互联网金融发展的主流趋势和方向应该是互联网支付—互联网金融产品分销和交易平台—金融大资管。

互联网金融基本的发展方向

2013年6月网上理财“余额宝”推出并大量分流银行存款和客户，使人们对互联网公司从事金融业务，并形成不同于传统金融的模式产生广泛关注，“互联网金融”的概念开始出现并广泛流传，吸引大量资本和人才进入，第三方支付、移动支付、网上借贷（P2P）、众筹，以及金融资产网上申购、销售和交易等高速发展，甚至出现了网络货币及交易等全新的金融产品和交易活动，并推动传统金融业加快互联网化。

尽管互联网金融在我国发展得如火如荼，不少人对互联网金融的热情非常高涨，但仔细观察却不难发现，新兴的互联网金融更多的仍是注重互联网技术在金融产品或服务上的应用，基本上是在不打破现有的金融格局、监管体系、法律环境的情况下，利用互联网技术开发新的产品和渠道，提高金融的效率，降低金融的成本，推动金融的改进或改良。这是非常必要和富有积极意义的，但却难以对传统金融产生根本性、颠覆式的变革。如果仅仅停留在这个层面，没有更高的视野，缺乏统一规划和顶层设计，不能打破现有金融格局的束缚并推动金融体制深化改革，全社会大力发展互联网金融的热情就很容易造成

各自为政，相互分割，过多地注重眼前的发展和个别市场与利益的争夺，甚至打着“互联网金融”的旗号，注重于逃避金融监管，很容易扰乱金融秩序，积累金融风险，而很难充分发挥互联网巨大的互联互通功能，打造统一、开放、包容的金融市场，并且可能造成各个互联网金融从业机构在互联网平台、系统建设和技术人员，以及客户信息采集和认证系统建设、大数据归集和分析系统建设等方面的重复投资，在整个社会造成巨大浪费。更重要的是，如果仅仅注重于挖掘中国金融市场的套利空间，注重于争抢眼前的利益，而缺乏整体规划和长远目标，就可能使中国的互联网金融难以具备国际化视野和竞争优势，风风火火发展一定阶段，将套利空间用完后便陷入停滞，缺乏发展后劲，甚至引发严重的金融风险。

实际上，互联网金融的发展，必须突出互联网的特点，要有效落实“互联网+”的要求，首先强化对互联网的认识和把握，然后运用互联网技术和思维改造传统金融。

如果说工业社会更加突出技术、产品和专业，因此社会分工越来越细，那么互联网的发展更加突出互联互通，更加强调产业链的垂直整合和横向扩展，形成“开放的闭环”生态模式，注重产业融合和跨界创新。在产业链垂直整合方面，利用互联网技术，实现价值创造者与价值消费者的信息直连，减少中间环节，促进按需定产，减少社会资源浪费，实现价值创造者和消费者的利益最大化。这样，只要整个产业链能有效益，完全可以不依靠某个环节或产品赚钱。相反，可以通过价格优惠（低于成本价甚至无偿提供）吸引更多的用户，并在其他方面或通过其他途径赚钱。由此就可能对仅局限于这个环节或产品生产的企业构成颠覆性威胁。在横向扩展方面，强调的是以用户为核心，以形成统一的生态为标准，形成开放的闭环，从而扩大覆盖面，提高渗透率，增强用户黏性。这将形成包括信息流、实物流、资金流等“多流合一”的局面，进一步强化生态竞争模式及其优势。这样，单独从事某个产品线（流），就可能失去竞争优势。

由此看来，互联网金融发展的主流趋势和方向应该是互联网支付－互联网金融产品分销和交易平台－金融大资管。

其中，互联网支付包括网络支付和移动支付，是互联网金融发展的基础和起点。这将是网络经济发展的必然要求，存在巨大的空间。特别是，如果网上开户条件能够获得法律和监管许可，形成真正的网上存款和网上银行，互联网金融将彻底摆脱对线下传统金融的依赖，发生根本性变化。同时，互联网支付还将越来越融入信息流、实物流等一体化发展，不融入生态体系的网络支付也会受到挤压。

互联网金融产品分销和交易平台将是最能突出互联网特性的金融应用，这也将是互联网金融最具有核心意义的部分。

有了统一开放的互联网金融产品分销和交易平台，就必然会推动覆盖所有金融产品的大资管的发展。

围绕以上主线，创新和拓展各种互联网金融产品与服务，就将形成内容丰富、特色鲜明的互联网金融体系。

下面重点探讨一下互联网金融产品交易平台。

设立互联网金融产品交易平台的必要性

目前，我国金融市场存在的突出问题如下。

由于金融机构的准入门槛很高，金融机构生存和盈利的条件比较好，市场竞争不够充分，使金融机构缺乏足够的动力和压力去充分拓展客户，创新和丰富金融产品与服务，充分挖掘盈利空间和潜力，因此，金融服务的覆盖面、渗透率与发达金融市场相比相差很远，普惠金融的发展程度明显偏低。

由于坚持金融“分业经营、分业监管”，银行、保险、证券等金融领域的服务相互分割，客户要得到全面的金融服务，需要到各家金融机构分别建立账户关系，分别到不同的金融机构办理业务，很难做到“一点进入，全面享受”，客户需要金融服务的面越广、品种越多，就越是麻烦。这与互联网电商平台发展起来后，平台用户可以一点进入，充分挑选所需用品的服务相比，相差很大。

由于我国金融产品很多都是不可分拆、不可交易的非标产品，电子化水平偏低，不少产品载体本身的印制和传送的成本就非常高（例如银行承兑汇票，不仅需要类似货币的特殊材料和印制工艺，而且要像货币一样保管和押送，在承兑、贴现、转贴现和再贴现过程中，由于缺乏全程的连续监控和电子记录，风险非常高），结果造成大量金融产品在存续期内处于沉淀或睡眠状态，也就使大量金融需求难以得到满足，金融的活力和普惠金融的发展被严重抑制。

上述问题又进一步使我国金融更多地依赖银行体系，间接融资占比过高，全社会负债率上升很快，债务派生货币规模巨大，多层次金融市场发展不够理想，金融市场的结构难以明显优化，金融的作用难以充分发挥，利率市场化进程受到阻碍。这使中国金融体系的活力、普惠程度及作用发挥，与发达金融体相比，差距非常明显，有必要尽快加以改进和提高。

而利用互联网新技术，建立和运行跨金融领域的互联网金融产品（包括银行、保险、证券或基金、信托，以及资产端和负债端的各种金融产品）分销及交易信息平台，将非常有利于上述问题的解决。

互联网金融产品交易信息平台的基本设想

第一，需要打造和维护一个功能健全、高效便捷、安全可靠的互联网金融交易信息平台，并为用户提供接口或登录入口，保持与用户信息传递的通畅。

第二，要建立真实完全、便于交易认（验）证的用户信息系统和数据库。按照监管规定，认真核实用户身份，保留用户身份核验的基本信息并严格保密，保证用户信息安全和方便交易认证。

第三，要建立灵活便捷的交易信息索引。金融产品或服务的供需双方通过输入基本信息，由超级平台提供快速、便捷、准确的查询和交互，不断缩小供需双方意向的交流范围，提高交易或借贷等金融活动的效率和成功率。

第四，要提供快捷、安全、便利的网上支付清算，并提供必要的中介服务。

第五，要进行交易处理和信息采集与分析。所有用户、交易、金融产品、账户余额等信息，超级平台都要进行全面地记录和处理，需要运用云计算、区块链、大数据等技术，建立快捷、准确、安全的交易登记和查询系统、相关方面的对账系统、用户分析系统、交易和产品分析系统、风险分析和控制系统、用户信用评价系统，各类金融指数加工和披露系统，等等。

第六，要形成并不断完善与平台金融发展相适应的规章制度。同时，要强化网络安全和用户信息安全体系建设。

这样，就可以打造一个面向广大普通用户，在现有各种金融交易场所之外的，联系广泛的互联网交易信息平台，从而大大推动金融市场和金融交易的发展。所有的金融产品交易平台用户，只需在平台上登记注册，即可以选择和享受所有需要的金融服务。可以建立完善的客户信息系统，已经在平台上开立账户的用户，到其他金融机构办理业务时，可以在经过用户同意后，由超级平台向金融机构提供相关用户的信息，从而实现信息系统和基础设施在很大程度上的社会共享，极大地减少相关方面的投资和维护成本，减少全社会的重复投资和资源浪费。超级平台上的用户可以在很大程度上实现自主的交易和直接

融资，实现去中介化，减少环节，降低成本。统一平台上的交易可以实现实时的记账清算，大大提高资金汇划的及时性、安全性。将推动现有的金融工具，例如现钞、存单（折）、银行卡、支票、汇票、本票等，大量转换成为电子化数字工具，更加标准化、简单化，其投放、转让等可以实现连续不间断地记录，从而使其印制、运送、保管、支付清算等方面的成本大大降低，并增强反假冒、反洗钱、反恐怖、反偷税漏税等方面的能力，最大程度地减少现金的使用和流通及其相关的成本。可以派生各种金融交易和价格指数，并极大地推进利率市场化、汇率市场化进程等。特别重要的是，互联网金融的发展，将大大推动直接融资和普惠金融的发展，削弱间接融资的影响，抑制银行贷款等间接融资造成的货币派生，为大资管的发展提供重要条件，并推动金融法规和监管体系等相应改变，从而对货币创造、银行发展、金融监管、金融格局、金融生态等产生深刻影响，推动中国金融迈上新的台阶。

可见，建设和充分运用互联网金融产品交易平台意义重大，并将成为互联网金融的核心内容。

互联网金融产品交易信息平台的风险控制

第一，在金融产品风险控制方面。互联网金融产品交易平台的运行和维护者需要专注于互联网交易平台本身的建设、维护和不断提升、完善上，而不能过多地注重金融产品的开发和销售。在金融产品交易平台上进行交易的产品，更多的应该是合格金融机构依法合规开发和销售的金融产品，甚至这些金融产品的初级销售也可能在线下由金融机构实施面签合约，以便满足其风险控制的要求。但之后，应该鼓励和吸引金融机构及其客户将金融产品登记迁移到互联网交易平台上，进行后续的分销和交易，以便充分激发金融活力，减少金融产品的沉淀或睡眠，充分挖掘金融潜力，充分发挥金融作用。这将在很大

程度上避免非持牌金融机构自主开发和推出金融产品可能产生的风险。

第二，用户风险控制和监管需求满足方面。互联网金融产品交易平台的用户，需要首先在一家持牌金融机构开立账户，然后才能通过开户机构转账以相同的名称和相关的信息在平台上注册。平台还可以要求用户增加身份验证的信息（例如密码、生物识别等），以便增强用户身份的真实性验证，做到账户实名制，或至少达到弱实名制要求。同时，所有交易将全程纳入平台记录，保证产品交易和资金流动的可追索性，自觉接受金融监管部门的监督检查，并落实有关反洗钱、反恐怖等方面的监管要求。

第三，制定和完善各类金融产品交易的管理制度并认真执行。金融产品交易平台涉及的金融产品和交易类型很多，需要配套形成规章制度。对于期限较长、风险较大的金融产品和交易，需要明确用户准入的资格和信息披露的要求，以及违反规定的处罚等。

第四，切实加强网络及平台安全和用户信息安全体系建设，有效防范和化解系统、网络和信息安全隐患与风险。

从目前已经广泛应用、非常活跃的互联网电子商务平台的实践情况看，不仅平台建设和运行与维护从技术上是完全可能的，而且其作用也是非常巨大的。

需要特别强调的是，建设和运行“互联网金融产品交易平台”，不是设立和经营一家全牌照金融机构，而是一个广泛服务于金融机构和金融消费者的，金融产品交易的互联网信息平台或虚拟交易场所。

当然，由于金融产品和交易的特殊性，金融产品交易平台在利率设置和流动性风险管理、信用风险管理、账户和交易信息的查询查复等方面的要求更高，这也需要金融法律和监管部门、传统金融机构与

互联网企业等密切合作，共同探讨和推动这项工作，积极运用互联网新技术，推动中国金融市场和金融交易的创新发展。

---

1. 2015年9月28日发表于“王永利”微信公众号。